

**UNIVERSIDAD NACIONAL MAYOR DE SAN MARCOS Fundada en 1551**

FACULTAD DE DERECHO Y CIENCIA POLÍTICA

UNIDAD DE POST GRADO

# **Reflexiones sobre la transparencia en la información en el mercado primario de bonos corporativos**

TESIS para optar el Grado Académico de: DOCTOR EN DERECHO Y CIENCIA POLÍTICA

AUTOR

**LUIS MIGUEL GARCÍA MORI**

**LIMA – PERÚ 2004**



<b>PRESENTACIÓN . .</b>	<b>1</b>
<b>PARTE I: TÓPICOS PRELIMINARES . .</b>	<b>3</b>
<b>PARTE II: MARCO DOCTRINARIO Y MARCO JURÍDICO POSITIVO .</b>	<b>5</b>
<b>PARTE III: LA INVESTIGACIÓN REALIZADA . .</b>	<b>7</b>
<b>CAPÍTULO I: DERECHO MONETARIO CONSTITUCIONAL Y EL COSTO DEL DINERO . .</b>	<b>13</b>
<b>RIESGO Y TRANSPARENCIA . .</b>	<b>13</b>
<b>LAS TASAS DE INTERÉS . .</b>	<b>14</b>
<b>Derecho Monetario Constitucional .</b>	<b>15</b>
<b>EL DINERO . .</b>	<b>17</b>
<b>LAS CRISIS FINANCIERAS .</b>	<b>18</b>
<b>EL EFECTO DE LA TASA DE INTERÉS EN LA VALORIZACIÓN DE LOS BONOS: . .</b>	<b>19</b>
<b>I. Compañía Universal Textil - Primera Emisión: .</b>	<b>22</b>
<b>II. Edelnor - Primera Emisión: .</b>	<b>24</b>
<b>Edelnor - Segunda Emisión: .</b>	<b>26</b>
<b>Luz del Sur – Primera Emisión: . .</b>	<b>28</b>
<b>Luz del Sur - Segunda Emisión: .</b>	<b>30</b>
<b>Telefónica del Perú - Segundo Programa - Tercera Emisión: .</b>	<b>32</b>
<b>Consorcio Agua Azul - Primera Emisión – Serie A: . .</b>	<b>35</b>
<b>Consorcio Agua Azul - Primera Emisión – Serie B: . .</b>	<b>37</b>
<b>Consorcio Transmantaro - Primera Emisión – Serie A: .</b>	<b>40</b>
<b>Consorcio Transmantaro - Primera Emisión – Serie B: .</b>	<b>42</b>
<b>XI. Ransa - Segunda Emisión . .</b>	<b>44</b>
<b>XII. Southern Peru Cooper Corporation: Primer Programa – Segunda Emisión .</b>	<b>46</b>
<b>CAPÍTULO II: LOS MERCADOS FINANCIEROS Y EL VALOR DE LOS BONOS .</b>	<b>51</b>
<b>DEL DERECHO DEL COMERCIANTE AL DERECHO DEL MERCADO .</b>	<b>51</b>
<b>CONCEPTO DE MERCADO .</b>	<b>52</b>
<b>MERCADO EFICIENTE .</b>	<b>52</b>

LOS MERCADOS FINANCIEROS . .	53
CLASIFICACIÓN DE LOS MERCADOS FINANCIEROS .	53
DEFINICIÓN DE ACTIVOS O INSTRUMENTOS FINANCIEROS . .	55
CARACTERÍSTICAS DE LOS ACTIVOS FINANCIEROS . .	55
I. Edegel - Primer Programa – Quinta Emisión: .	59
II. Luz del Sur - Tercera Emisión: .	61
III. Telefónica del Perú - Primer Programa - Sexta Emisión: . .	63
IV. TELEFÓNICA DEL PERÚ - PRIMER PROGRAMA - SÉPTIMA EMISIÓN: .	65
V. Telefónica del Perú - Segundo Programa - Segunda Emisión: .	66
VI. Unión de Cervecerías Peruanas Backus & Johnston - Primer Programa – Cuarta Emisión: . .	68
<b>CAPÍTULO III: VALORIZACIÓN DE BONOS 2002 - 2004 . .</b>	<b>71</b>
I. BONOS COLOCADOS DURANTE EL AÑO 2002 .	71
II. BONOS COLOCADOS DURANTE EL AÑO 2003 .	81
III. BONOS COLOCADOS DURANTE EL AÑO 2004 .	91
IV. RESULTADOS OBTENIDOS .	101
<b>CAPÍTULO IV: DERECHO SOCIETARIO Y GOBIERNO CORPORATIVO .</b>	<b>103</b>
CONCEPTO DE BONO .	103
FALTA DE UNIFICACIÓN DE LA LEGISLACIÓN .	104
Convocatoria a Junta General de Accionistas. .	109
Falta de Protección del Derecho de Información de los Accionistas .	110
Debilidad en la legislación de permitir un patrimonio neto negativo al momento de la emisión . .	113
CONFLICTO DE INTERESES .	114
Administración de las sociedades .	114
La función del Directorio: . .	117
El Director Independiente . .	117
El Código de Buen Gobierno para las Sociedades Peruanas .	124
Las empresas estructuradoras y los representantes de los obligacionistas . .	126
El Proyecto de Ley de Acción de Clase .	130

Exigencias a la Firma Auditora .	131
<b>CAPÍTULO V: LEGISLACIÓN COMPARADA .</b>	<b>133</b>
LA LEY DEL MERCADO DE VALORES DE ESPAÑA . .	133
LA LEY DEL MERCADO DE VALORES DE CHILE .	138
LA LEY DEL MERCADO DE VALORES DE MÉXICO .	146
EL PROYECTO DE LA LEY DEL MERCADO DE VALORES DE COLOMBIA .	151
<b>CAPÍTULO VI: EL REGULADOR Y EL DERECHO DEL MERCADO DE VALORES .</b>	<b>155</b>
EL ORGANISMO SUPERVISOR .	155
FINALIDAD DE LA ENTIDAD SUPERVISORA . .	156
. . .	157
FUNCIONES DE LA ENTIDAD SUPERVISORA . .	157
FINALIDAD DE LA LEY DEL MERCADO DE VALORES . .	160
OBJETO DE LA REGULACIÓN DE LA LEY DEL MERCADO DE VALORES .	160
EL REGISTRO DEL MERCADO DE VALORES .	163
EL PROSPECTO INFORMATIVO .	165
REQUISITOS PARA LA INSCRIPCIÓN DEL VALOR Y/O PROSPECTO INFORMATIVO	166
. . .	166
INSCRIPCIÓN MEDIANTE EL TRÁMITE ANTICIPADO . .	167
INCLUSIÓN DE VALORES MOBILIARIOS EN RUEDA DE BOLSA: .	168
EFECTOS DE LA INSCRIPCIÓN EN EL REGISTRO .	172
INFORMACIÓN POSTERIOR A LA INSCRIPCIÓN O REGISTRO . .	172
CALIDAD Y PUBLICIDAD DE LA INFORMACIÓN . .	173
INFORMACIÓN FINANCIERA . .	177
HECHOS DE IMPORTANCIA .	178
INFORMACIÓN RESERVADA . .	179
INFORMACIÓN PRIVILEGIADA .	179
GRUPO ECONÓMICO .	182
El Proyecto de Ley de Acción Derivada .	188
<b>CONCLUSIONES . .</b>	<b>191</b>

<b>RECOMENDACIONES .</b>	<b>195</b>
<b>BIBLIOGRAFÍA .</b>	<b>197</b>
<b>ANEXOS .</b>	<b>203</b>

---

## PRESENTACIÓN

El presente trabajo tiene como objetivo plantear algunas reflexiones sobre la transparencia en el mercado primario de bonos corporativos, dentro de un contexto posterior a la crisis asiática de 1997, la crisis rusa de 1998, la crisis del Brasil de 1999, y los escándalos corporativos de los años 2001 y 2002 de Enron, Worldcom y Tyco, que incrementaron la preocupación por las prácticas de Buen Gobierno Corporativo, que se fundamentan en la transparencia de la información que es proporcionada a los mercados financieros.

La referencia que se ha tomado en el mercado financiero corresponde a las 18 emisiones de bonos corporativos colocados durante el año 2001, complementando el análisis con una muestra de seis emisiones, tres en dólares y tres en soles, para cada uno de los años siguientes 2002, 2003 y 2004.

Los mercados financieros pueden ser clasificados en función al plazo: en mercado de dinero y de capitales, en función a la entrega: en mercado al contado o a plazo, en función a la emisión: en primario y secundario, en función a la obligación: en mercado de deuda y de acciones, en función al ámbito geográfico: en mercado local e internacional, en función al mecanismo centralizado de negociación: en mercado bursátil y extrabursátil, en función de la oferta: la misma puede ser pública o privada. Los mercados financieros permiten la transferencia de fondos, la redistribución del riesgo, determinan el precio y el rendimiento, proporcionan liquidez y reducen costos de búsqueda e información.

Un mercado es el encuentro de ofertantes y demandantes, y en el caso de los mercados financieros, estamos ante el encuentro de ofertantes y demandantes de instrumentos financieros.

Un instrumento financiero o activo financiero representa un derecho sobre un activo real o sobre el patrimonio o sobre los flujos futuros que genere, en tal sentido, su valor se obtiene al traer al presente, mediante una tasa de descuento, los flujos futuros que genere.

La tasa de descuento es la tasa de interés que corresponde el rendimiento exigido por el inversionista en función al riesgo del valor, y representa el costo del dinero. En tal sentido, a mayor información respecto al instrumento financiero menor riesgo, y por ende, mayor valor del mismo, por consiguiente la transparencia que significa mayor información crea valor para el instrumento financiero y para el inversionista.

La constitucionalización del Derecho del mercado ha sido un largo proceso histórico, ha representado la evolución del Derecho mercantil, desde el Derecho del comerciante, y los actos de comercio, hasta el derecho del mercado. En la actualidad, si bien se ha incluido la referencia al mercado de bienes en la Constitución, aún está ausente el mercado de capitales del texto constitucional.

Recién con la Constitución de 1979 se incorporó al Banco Central en el texto constitucional, y se le encargó la estabilidad monetaria, la cual es la base para la emisión de instrumentos financieros, dado que la tasa de interés nominal incluye el riesgo de inflación. Sin embargo, no obstante este “deber constitucional”, su grado de incumplimiento alcanzó la cúspide en 1990 cuando la inflación superó el rango del siete mil por ciento anual.

Las reflexiones que se presentan en el presente trabajo tratan de evidenciar los “conflictos de interés” y la “falta de transparencia” en el mercado primario de bonos corporativos y en la administración de las sociedades, en un tiempo en que el mercado de capitales en nuestro país es

aún incipiente, pero que muestra una tendencia al crecimiento, lo que en el breve plazo exigirá un replanteamiento o perfeccionamiento de su regulación.



# PARTE I: TÓPICOS PRELIMINARES

## **LA INQUIETUD HEURÍSTICA QUE IMPULSÓ A REALIZAR LA INVESTIGACIÓN**

Reflexionar sobre la transparencia del mercado primario de bonos corporativos en el Perú.

## **EXPLICACIÓN DEL POR QUÉ DE LA INVESTIGACIÓN REALIZADA**

El crecimiento del mercado de capitales requiere de la transparencia necesaria que garantice que las inversiones que se realicen no encubran conflictos de intereses que perjudiquen a los inversionistas.

Se busca reflexionar sobre las causas que originan la falta de transparencia en el mercado primario de bonos corporativos y plantear recomendaciones a efectos de dotar de transparencia al referido mercado.

## **FINALIDAD DE LA INVESTIGACIÓN REALIZADA**

Reflexionar sobre los factores que afectan la transparencia en el mercado primario de bonos corporativos, y plantear recomendaciones a efectos de fortalecer la transparencia en el referido mercado.

## **DISEÑO DE LA INVESTIGACIÓN REALIZADA**

El presente trabajo es una investigación jurídico social de carácter explicativo.

## **DELIMITACIÓN ESPACIAL, TEMPORAL, CUANTITATIVA Y CUALITATIVA DE LA INVESTIGACIÓN**

Se va a trabajar con 18 emisiones de bonos corporativos colocados durante el año 2001, y seis emisiones por cada uno de los años siguientes 2002, 2003 y 2004.

# PARTE II: MARCO DOCTRINARIO Y MARCO JURÍDICO POSITIVO

## 1. MARCO DOCTRINARIO

Teoría General del Negocio Jurídico  
Teoría General de las Obligaciones  
Teoría del Gobierno Corporativo  
Teoría de las Prácticas de Buen Gobierno  
Teoría del Director Independiente  
Teoría de la eficiencia de mercado.  
Teoría de la paridad del poder adquisitivo  
Teoría de la paridad de los tipos de interés  
Teoría de Fischer (cerrada)  
Teoría de las expectativas.  
Teoría internacional de Fischer (abierta)  
Teoría económica financiera.  
Teoría de la economía social de mercado.

## 2. MARCO JURÍDICO POSITIVO

Constitución Política del Perú

Ley Orgánica de la CONASEV

Ley Orgánica de la Superintendencia de Banca y Seguros

Código Civil

Ley General de Sociedades

Ley del Mercado de Valores

Ley de Títulos Valores

Reglamento de Hechos de Importancia

Reglamento de Vinculación y Grupo Económico

Código de Buen Gobierno Corporativo

# PARTE III: LA INVESTIGACIÓN REALIZADA

## 1. EL PROBLEMA INVESTIGADO

¿Por qué el mercado primario de bonos corporativos en el Perú no es transparente?

DELIMITACIÓN DEL PROBLEMA:

- a. Espacial: Lima
- b. Temporal :Bonos Corporativos 2001, 2002, 2003 y 2004
- c. Cuantitativa :Dieciocho emisiones de 2001, seis de 2002, seis de 2003 y seis de 2004.

## 2. LA HIPÒTESIS DE LA INVESTIGACIÓN REALIZADA

El mercado primario de bonos corporativos en el Perú no es transparente por causas de naturaleza:

- a. De Derecho monetario
- b. De mercado financiero
- c. De índole societario y Gobierno Corporativo
- d. Del Regulador y mercado de valores

### a) ÁMBITO DEL DERECHO MONETARIO

- Riesgo y transparencia
- La tasa de interés
- Derecho monetario constitucional
- El dinero
- Las crisis financieras
- El efecto de la tasa de interés en la valorización de los bonos

**b) ÁMBITO DEL MERCADO FINANCIERO**

- Del Derecho del comerciante al Derecho del mercado
- Concepto de mercado
- Mercado eficiente
- Los mercados financieros
- Clasificación de los mercados financieros
- Definición de activos o instrumentos financieros
- Características de los activos financieros

**c) ÁMBITO SOCIETARIO Y GOBIERNO CORPORATIVO**

- Concepto de bono
- Falta de unificación de la legislación
- Convocatoria a junta general de accionistas
- Falta de protección del derecho de información de los accionistas
- Debilidad en la legislación de permitir un patrimonio neto negativo al momento de la emisión
- Conflicto de intereses
- Administración de las sociedades
- La función del directorio
- El director independiente
- El código de buen gobierno para las sociedades peruanas
- Las empresas estructuradoras y los representantes de los obligacionistas
- El proyecto de Ley de Acción de Clase
- Exigencias a la firma auditora

**d) ÁMBITO DEL REGULADOR Y DEL MERCADO DE VALORES**

- La transparencia en el mercado
- El organismo supervisor
- Finalidad de la entidad supervisora

- Funciones de la entidad supervisora
- Finalidad de la Ley del Mercado de Valores
- Objeto de la regulación de la Ley del Mercado de Valores
- El registro del mercado de valores
- El prospecto informativo
- Requisitos para la inscripción del valor y/o prospecto informativo
- Inscripción mediante el trámite anticipado
- Inclusión de valores mobiliarios en rueda de bolsa
- Efectos de la inscripción en el registro
- Información posterior a la inscripción o registro
- Calidad y publicidad de la información
- Información financiera
- Hechos de importancia
- Información reservada
- Información privilegiada
- Grupo económico
- El proyecto de Ley de Acción Derivada

### **3. EXPOSICIÓN RAZONADA Y CIRCUNSTANCIADA SOBRE LOS RESULTADOS OBTENIDOS:**

#### **3.1. MEDICIÓN DE MUESTRAS**

El muestra en estudio está constituido por las 18 emisiones de bonos corporativos colocadas durante el año 2001, seis emisiones para cada uno de los años siguientes 2002, 2003 y 2004.

#### **3.2 VARIABLES E INDICADORES**

##### **ÁMBITO DEL DERECHO MONETARIO**

- Capítulo I: Derecho monetario constitucional y el costo del dinero:
  - Riesgo y transparencia
  - La tasa de interés
  - Derecho monetario constitucional
  - El dinero
  - Las crisis financieras
  - El efecto de la tasa de interés en la valorización de los bonos

##### **ÁMBITO DEL MERCADO FINANCIERO**

· Capítulo II: Los mercados financieros y el valor de los bonos:

- Del derecho del comerciante al derecho del mercado
- Concepto de mercado
- Mercado eficiente
- Los mercados financieros
- Clasificación de los mercados financieros
- Definición de activos o instrumentos financieros
- Características de los activos financieros

· Capítulo III: Valorización de Bonos 2002 - 2004:

- Bonos 2002
- Bonos 2003
- Bonos 2004
- Resultados obtenidos

**ÁMBITO SOCIETARIO Y GOBIERNO CORPORATIVO**

· Capítulo IV: Derecho societario y Gobierno Corporativo:

- Concepto de bono
- Falta de unificación de la legislación
- Convocatoria a junta general de accionistas
- Falta de protección del derecho de información de los accionistas
- Debilidad en la legislación de permitir un patrimonio neto negativo al momento de la emisión
- Conflicto de intereses
- Administración de las sociedades
- La función del directorio
- El director independiente
- El código de buen gobierno para las sociedades peruanas
- Las empresas estructuradoras y los representantes de los obligacionistas
- El proyecto de Ley de Acción de Clase
- Exigencias a la firma auditora

**ÁMBITO DEL REGULADOR Y DEL MERCADO DE VALORES**

· Capítulo V: Legislación Comparada:



- 
- La Ley del Mercado de Valores de España
  - La Ley del Mercado de Valores de Chile
  - La Ley del Mercado de Valores de México
  - El proyecto de Ley del Mercado de Valores de Colombia

· Capítulo VI: El Regulador y el Derecho del Mercado de Valores:

- La transparencia en el mercado
- El organismo supervisor
- Finalidad de la entidad supervisora
- Funciones de la entidad supervisora
- Finalidad de la ley del mercado de valores
- Objeto de la regulación de la ley del mercado de valores
- El registro del mercado de valores
- El prospecto informativo
- Requisitos para la inscripción del valor y/o prospecto informativo
- Inscripción mediante el trámite anticipado
- Inclusión de valores mobiliarios en rueda de bolsa
- Efectos de la inscripción en el registro
- Información posterior a la inscripción o registro
- Calidad y publicidad de la información
- Información financiera
- Hechos de importancia
- Información reservada
- Información privilegiada
- Grupo económico
- El proyecto de Ley de Acción Derivada



# CAPÍTULO I: DERECHO MONETARIO CONSTITUCIONAL Y EL COSTO DEL DINERO

## RIESGO Y TRANSPARENCIA

El valor de un activo o instrumento financiero va a estar dado por los flujos futuros que genere, traídos al valor presente mediante una tasa de descuento, que va a representar el costo de oportunidad de un inversionista. Cabe destacar que cada inversionista va a tener un costo de oportunidad diferente, en la medida en que tenga una distinta aversión al riesgo.

El riesgo es propio de la incertidumbre del futuro, el riesgo puede ser de iliquidez, de incumplimiento, comercial, de tipo de cambio, de mercado, de riesgo país, entre otros. A mayor riesgo mayor rentabilidad exigida para un instrumento financiero, lo que implica un mayor costo financiero para el emisor. En consecuencia, si el emisor quiere reducir el costo financiero, entre otros aspectos, deberá reducir la incertidumbre del inversionista, y se reduce la incertidumbre proporcionándole la mayor cantidad de información relevante para sus decisiones de inversión. Es decir, al ser transparente (1) una compañía y su

accionar, reduce el riesgo que representa, en consecuencia, aumenta su valor.

La transparencia en el mercado que tiene como objetivo reducir el riesgo para aumentar el valor de las empresas y de sus instrumentos financieros, se convierte en el fundamento que empieza a cuestionar el viejo principio del “velo societario”, en la medida que tal “oscurantismo mercantil” aumenta el riesgo para el inversionista, cuya consecuencia es que exija un mayor rendimiento, que representa un mayor costo financiero mayor para el emisor, con lo cual reduce el valor para la empresa.

La transparencia entonces aumenta el valor para las empresas, en la medida en que contribuye a reducir la incertidumbre, que reduce la prima de riesgo exigida por el inversionista, cuya consecuencia es el aumento del valor para la empresa emisora. La transparencia es el principio rector de la regulación del mercado de valores.

## **LAS TASAS DE INTERÉS**

El código civil del Perú hace referencia al interés compensatorio y moratorio en el artículo 1242°, al respecto señala que es compensatorio el interés cuando constituye la contraprestación por el uso del dinero o de cualquier otro bien, mientras que es moratorio cuando tiene por finalidad indemnizar la mora en el pago.

De otra parte, señala el artículo 1243° que la tasa máxima convencional de ambos intereses es la establecida por el Banco Central de Reserva, y cualquier exceso debe ser devuelto o imputado al capital, de acuerdo a la voluntad del deudor.

El artículo 1244° establece que el interés legal es el fijado por el Banco Central de Reserva, y que este interés es aplicable cuando no se ha determinado una tasa y deba pagarse interés, según dispone el artículo 1245°. De acuerdo a lo señalado por el artículo 1246°, en caso que no se haya determinado interés moratorio, sólo se deberá pagar por causa de mora el interés compensatorio y, en su defecto, el interés legal.

También debe hacerse mención al artículo 1235°, que incluye la teoría valorista, que señala que se puede acordar que el monto contraído en moneda nacional sea referido a índices de reajuste automático que fije el Banco Central de Reserva, a otras monedas o mercancías, a fin de mantener dicho monto en valor constante, cuyo pago de la deuda se efectuará en moneda nacional en monto equivalente al valor de referencia al día de vencimiento de la obligación, y que en caso que el deudor retardarse el pago, el acreedor puede exigir, a su elección, que la deuda sea pagada al valor de referencia al día de vencimiento de la obligación o al día en que se efectúe el pago.

Las tasas de interés establecidas por el Banco Central de Reserva actualmente corresponden a las indicadas en las Circulares 006 y 007 del 2003 de la referida institución. La tasa de interés legal es la TIPMN y TIPMEX, que corresponden a la tasa promedio ponderada de las tasas pagadas sobre los depósitos en moneda nacional y extranjera respectivamente, se expresan en términos efectivos anuales, y se publican diariamente por la Superintendencia de Banca y Seguros.

El costo del dinero es la tasa de interés, en tal sentido, los activos financieros al valorizarse en dinero, tienen como característica que el costo de invertir exige una tasa de interés, y esa tasa de interés representa el rendimiento exigido por el inversionista en función al riesgo que debe asumir por su inversión.

Existe una relación entre tasas de interés y tipos de cambio, en tal sentido las teorías referidas a las “condiciones internacionales de paridad” van a sustentar las comparaciones de tasas de interés y tipos de cambio en diversas monedas. Así tenemos la Teoría de la Paridad del Poder Adquisitivo que señala que productos similares en distintos países, deben tener igual valor, expresados en su propia moneda, con lo cual el tipo de cambio estará en función al nivel de precios; la Teoría de la Paridad de los Tipos de Interés que señala que las rentabilidades que se pueden obtener en distintos países deben ser iguales, donde el riesgo puede ser controlado a través de contratos a plazo; la Teoría de Fisher (cerrada) que señala que los tipos de interés nominal reflejan los rendimientos reales ajustados por la expectativa de inflación; la Teoría de las Expectativas que señala que el tipo de cambio de contado esperado a “t” períodos, coincidirá con el tipo de cambio a plazo actual a “t” períodos; la Teoría Internacional de Fisher (abierta) que señala que la rentabilidad debe ser igual a largo plazo entre los diferentes países.

## Derecho Monetario Constitucional

Es con la Constitución de 1979 que por primera vez en el Perú el Derecho Monetario incorpora al Banco Central de Reserva a un nivel constitucional, y le encarga la estabilidad monetaria, la cual por consiguiente se convierte en un concepto jurídico constitucional.

El Banco Central de Reserva fue creado mediante Ley N°4500 publicada en el diario oficial “El Peruano” el viernes 17 de marzo de 1922. Su actual Ley Orgánica fue aprobada mediante el Decreto Ley N° 26123 del 29 de diciembre de 1992. Se puede citar como antecedente del Banco Central de Reserva a la Casa Nacional de la Moneda creada en 1565, la que en 1830 se incorporó al Ministerio de Hacienda, cuya administración en 1943 fue asumida por el Banco Central y que se incorporó como una dependencia del mismo mediante Decreto Ley N° 21945 de 1977.

La incorporación constitucional del Banco Central de Reserva se produjo mediante los artículos 148°, 149°, 150° y 151° de la Constitución de 1979, y mediante el segundo párrafo del artículo 149° se le encargó: i) regular la moneda y el crédito del sistema financiero, ii) defender la estabilidad monetaria, y iii) administrar las reservas internacionales.

En consecuencia, el Derecho Monetario Constitucional que encargó al Banco Central de Reserva “defender la estabilidad monetaria”, y que se convierte en un concepto jurídico constitucional, puede ser entendido dentro de los Derechos Humanos que podríamos calificar de “cuarta generación”, siguiendo la clasificación de Karel Vasak, que

agrupó por generaciones a los Derechos Humanos, cuya primera generación correspondió a los Derechos Civiles y Políticos que se plasmaron en la Declaración de Virginia de 1776 y la Declaración de los Derechos del Hombre y del Ciudadano de 1779, la segunda generación que correspondió a los Derechos Económicos, Sociales y Culturales, y que tiene un hito histórico en la Constitución de México de 1917 que incorporó la educación gratuita, la protección a la niñez y la previsión social, mientras que la tercera generación estuvo referida a los Derechos de la Solidaridad, a la Autodeterminación, al Desarrollo y a la Paz.

La figura de la Banca Central ha sido incorporada a nivel constitucional también en otros países.

La Constitución de Chile en sus artículos 97° y 98° incorporó al Banco Central mas no señaló de manera expresa el deber de defender la estabilidad monetaria, sino que remitió a una ley constitucional el establecer sus funciones y atribuciones. Lo que sí estableció es que el Banco Central sólo puede realizar operaciones con instituciones financieras, y que no puede adquirir documentos emitidos por el Estado, sus organismos o sus empresas.

De otro lado precisó que no puede financiarse el gasto público con créditos directos o indirectos del Banco Central, salvo en casos de guerra exterior o de peligro de ella, calificada como tal por el Consejo de Seguridad Nacional, situación de excepción en la que puede conceder créditos al Estado.

También se le prohibió establecer normas de manera directa o indirecta que representa una forma de discriminación entre instituciones o personas que realicen actividades de la misma naturaleza.

La Constitución de Colombia reconoce nivel constitucional al Banco Central en sus artículos 371°, 372° y 373°, en los que dispone que el Banco de la República ejercerá las funciones de Banca Central y que le corresponde “regular la moneda, los cambios internacionales y el crédito; emitir la moneda legal; administrar las reservas internacionales; ser prestamista de última instancia y banquero de los establecimientos de crédito; y servir como agente fiscal del gobierno”,

De manera expresa señaló que el Estado, por intermedio del Banco de la República, velará por el mantenimiento de la capacidad adquisitiva de la moneda, y le prohibió establecer cupos de crédito, otorgar garantías a favor de particulares, salvo cuando se trate de intermediación de crédito externo para su colocación por medio de los establecimientos de crédito, o de apoyos transitorios de liquidez para los mismos.

De otra parte, se limitaron las operaciones de financiamiento a favor del Estado, exigiendo de manera previa, para las mismas, la aprobación unánime de la junta directiva, a menos que se trate de operaciones de mercado abierto.

Por su parte la Constitución de España no hace referencia al Banco Central, sino que su regulación se encuentra a un nivel de ley.

La Constitución del Perú de 1993 hizo referencia al Banco Central en los artículos 83°, 84°, 85° y 86°, de manera muy similar a la Constitución de 1979, así señaló en el segundo párrafo del artículo 84° que la finalidad del Banco Central es “preservar la

estabilidad monetaria”.

La “estabilidad monetaria” convertida en un concepto jurídico constitucional no es otra cosa que la “preservación del valor de la moneda”, esto es del dinero, concepto que se convierte en fundamental para el mercado de capitales, en la medida en que sin estabilidad monetaria se torna inviable la emisión de bonos corporativos por el riesgo que implicaría, y por consiguiente la alta tasa de rentabilidad exigida por los inversionistas.

Según información del Banco Central, las tendencias inflacionarias en el Perú pueden ser divididas en cuatro períodos: i) entre 1922 a 1973 las tasas de inflación anuales estuvieron alrededor del 9% con excepción de 1947 que alcanzó el 46%, ii) entre 1974 y 1987 la inflación fue creciente hasta alcanzar el 187%, iii) entre 1988 y 1990 se presentó una hiperinflación que alcanzó el 7.649% anual, y iv) entre 1991 a la actualidad, las tasas de inflación han ido descendiendo hasta alcanzar el 2000 el 3,7%, el 2001 el -0,1%, el 2002 el 1,5%, el 2003 el 2,5%, y el 2004 el 3,5%.

## EL DINERO

La actual unidad monetaria del Perú que se denominó “nuevo sol” fue aprobada mediante Ley N° 25295 del 18 de diciembre de 1990, y reemplazó a la unidad monetaria denominada “Inti”, que se aprobó mediante Ley N° 24064 del 25 de enero de 1985.

Entre los tipos de dinero tenemos el dinero mercancía y el dinero fiduciario.

El dinero mercancía que apareció históricamente antes que el dinero fiduciario, es aquel en el cual su valor como bien equivale a su valor como medio de pago, donde tenemos por ejemplo las monedas de oro y plata.

El dinero fiduciario es el emitido por los gobiernos a través de los bancos centrales, como es el caso de las actuales unidades monetarias.

El dinero fiduciario se asoció al patrón oro entre 1821 y 1914, sistema que colapso durante la primera guerra mundial. Al final de la segunda guerra mundial en 1944 en las negociaciones de Bretton Woods (New Hampshire – Estado Unidos) se estableció un dólar convertible en oro a 35 dólares la onza, se creó el sistema monetario internacional, el Banco de Reconstrucción y Fomento – el Banco Mundial, se establecieron tasas de cambio fijas y se creó el Fondo Monetario Internacional para ayudar a los países ante déficit en las balanzas de pago. El sábado 15 de agosto de 1971, Richard Nixon, Presidente de los Estados Unidos anunció la suspensión de la convertibilidad de dólares a oro.

Como respaldo del dinero tiene que presentarse su aceptabilidad por parte de la sociedad que lo utiliza y debe mostrar un valor predecible vinculado a la oferta y demanda de dinero. Este valor predecible no es otra cosa que el concepto de estabilidad monetaria.

Entre las funciones que cumple el dinero, tenemos que sirve como: i) medio de pago, ii) depósito de valor, iii) unidad de cuenta, y iv) patrón de pago diferido.

Como propiedades ideales del dinero tenemos su portabilidad, durabilidad, divisibilidad, uniformidad y reconocimiento.

La importancia del dinero la podemos apreciar en la vinculación entre el dinero, el nivel de precios y la inflación, que es el ascenso sostenido de los precios, y la vinculación entre las tasas de interés y la oferta monetaria.

El dinero es un activo (financiero), el mismo que puede ser intercambiado por otros activos, bienes o servicios, y sirve de referencia para la valorización del resto de activos financieros, dado que los mismos representan flujos futuros de dinero.

La capacidad de intercambiarse con otros activos, tanto reales como financieros, se conoce como liquidez. En tal sentido, un activo será más líquido o menos líquido, en la medida que sea más o menos fácil de intercambiarse con otros activos.

## **LAS CRISIS FINANCIERAS**

Posteriormente a la crisis de 1971 en que se suspendió la convertibilidad del dólar por oro, en el Acuerdo de 1976 se aceptaron los tipos de cambio flotantes o flexibles.

A finales de la década del 90 se presentó la denominada crisis asiática, que obligó a los países del sudeste asiático abandonar sus tipos de cambio fijo y adoptar tipos de cambio flotantes.

Luego que el 01 de julio de 1997 Gran Bretaña devolvió Hong Kong a China (2), al día siguiente, el 02 de julio de 1997, se inició la denominada “Crisis Asiática” con la devaluación del bath tailandés, que abandonó el tipo de cambio fijo por un sistema de cambio flexible o de mercado (3), producto de ataques especulativos financieros, lo que originó un “efecto dominó” (de contagio de crisis cambiarias) con el resto de países que conformaban los denominados “Tigres Asiáticos” (4).

El 14 de julio de 1997 el ringgit de Malasia abandonó el sistema de cambio fijo, el 14 de agosto de 1997 Indonesia dejó flotar la rupia, el 16 de diciembre de 1997 Corea dejó flotar el won.

Los efectos de esta crisis se esparcieron a otros mercados, en agosto de 1998, Rusia devaluó el rubro y decretó la moratoria en el pago de su deuda externa, en enero de 1999 Brasil devaluó el real (5). A fines del 2001 e inicios del 2002 se presentó la crisis argentina que ocasionó el cambio de gobierno y la depreciación de la moneda de dicho país que abandonó la paridad cambiaria.

Los analistas de la “crisis asiática” evidenciaron que el ataque especulativo aprovechó el exceso de confianza en los gobiernos corporativos (administraciones de las sociedades) de las compañías asiáticas. Sus resultados financieros eran grandemente auspiciosos, pero soportados en un fuerte endeudamiento, lo que a la postre minó su fortaleza ante ataques especulativos, surgió entonces una fuerte preocupación por dotar de transparencia al Gobierno de las Sociedades.

La preocupación por la transparencia en la administración de las sociedades, a raíz



de la “crisis asiática”, originó que los analistas pusieran énfasis en las denominadas prácticas de Buen Gobierno Corporativo, un concepto que en realidad no era nuevo, pero que sin duda alguna tomó fuerza luego de la “crisis asiática”.

Entre los años 2001 y 2002 se presentaron los siguientes casos críticos de fraudes corporativos en los Estados Unidos, con las siguientes características:

- El caso Enron
  - La acción pasó de US\$ 80 en enero 2001 a US\$ 0.50 en diciembre de 2001.
  - El auditor Arthur Andersen fue acusado de ayudar a la compañía a esconder millones de dólares en pérdidas.
  
- El caso Worldcom
  - Se ocultó US\$ 3.8 mil millones en costos, permitiendo a la compañía mostrar utilidades.
  - La compañía realizó irregularidades contables
  - En las irregularidades se señaló que existió complicidad del auditor Arthur Andersen
  
- El caso Tyco
  - Se acusó a la compañía de realizar manipulación financiera, y
  - Fraude contable

Ante los casos de fraude en la administración de las sociedades, el Congreso de los Estados Unidos en julio de 2002 aprobó la denominada Ley Sarbanes – Oxley, exigiendo mayores medidas de transparencia a las sociedades.

Luego de las crisis financieras y de los fraudes en las corporaciones, a los cuales se ha hecho referencia, el gran cambio ideológico que se presenta en la actualidad, que no ha concluido y que apenas se ha iniciado, tiene como punto de referencia el concepto de “transparencia”, en especial, el de la transparencia en el mercado que involucra la transparencia en la información de las corporaciones que emiten valores en los mercados financieros.

## **EL EFECTO DE LA TASA DE INTERÉS EN LA VALORIZACIÓN DE LOS BONOS:**

En la presente parte del trabajo se analizarán las 12 emisiones vigentes de bonos corporativos colocados durante el año 2001.

Las doce emisiones de bonos corporativos (6) que se encuentran vigentes en la

## Reflexiones sobre la transparencia en la información en el mercado primario de bonos corporativos

actualidad que fueron colocados durante el año 2001 corresponden a seis emisiones en soles y seis en dólares, las que se muestran en los siguientes cuadros, mientras que en el siguiente capítulo se analizará la valorización de las restantes seis emisiones que vencieron durante el año 2003 y que también fueron colocadas durante el año 2001.

<b>EMISIONES EN SOLES</b>				
Emisor	Emisión	Importe	Fecha de Colocación	Plazo
Compañía Universal Textil	Primera Emisión	14'250,000	24/07//2001	5 años
Edelnor	Primer Programa			
	Primera Emisión	80'000,000	05/07/2001	5 años
	Segunda Emisión	100'000,000	18/10/2001	5 años
Luz del Sur	Primer Programa	35'180,000	08/01/2001	7 años
	Primera Emisión			
	Primer Programa	88'275,000	05/02/2001	7 años
	Segunda Emisión			
Telefónica del Perú	Segundo Programa	100'000,000	10/12/2001	5 años
	Tercera Emisión			

<b>EMISIONES EN DÓLARES</b>				
Emisor	Emisión	Importe	Fecha de Colocación	Plazo
Consorcio Agua Azul	Primera Emisión Serie A	10'000,000	24/08/2001	12 años
	Primera Emisión Serie B	15'000,000	19/10/2001	12 años
Consorcio Transmantaro	Primer Programa			
	Primera Emisión Serie A	15'000,000	22/11/2001	8 años
	Primera Emisión Serie B	15'000,000	29/11/2001	9 años
Ransa Comercial	Segunda Emisión	3'000,000	05/10/2001	3 años
Southern Peru Cooper Corporation	Primer Programa	73'121,000	20/12/2001	7 años
	Segunda Emisión			
Total		131'121,000		

Para la valorización de los bonos, se tendrá en cuenta los siguientes aspectos, tomando como presupuesto que los bonos cumplen con los cupones ofrecidos y el principal:

- El principal: va a estar dado por el valor nominal del bono, es decir, lo que el bono “dice valer”.
- El cupón: representa el interés que paga el bono.
- El plazo: representa el período de vigencia del bono.
- La tasa de descuento o prima de riesgo que representa el costo de oportunidad o prima de riesgo del inversionista. Cada inversionista va a tener un costo de oportunidad diferente, para efectos de la valorización a realizarse se va a considerar a la TIPMEX y a la TIPMN para el cálculo.

A continuación se presenta la valorización de los bonos corporativos, con la información existente en el mercado. Para la valorización de los bonos se va a traer al presente los flujos futuros generados por el mismo, descontados simulando diversos costos de oportunidad de los inversionistas sobre la base de la TIPMEX y la TIPMN.

En los siguientes cuadros se aprecia el beneficio o pérdida estimada para los inversionistas. En el primer cuadro se aprecia el resultado de las emisiones en soles, las mismas que se estiman positivas para los inversionistas, mientras que en el segundo cuadro se aprecian los resultados de las emisiones en dólares, las mismas que también resultan positivas con excepción de tres casos:

<b>EMISIONES EN SOLES</b>				
Emisor	Emisión	Importe	Valor presente de los Flujos Futuos	Ganancia o Pérdida de la Inversión
Compañía Universal Textil	Primera Emisión	14'250,000	17'669,249.25	3'419,249.25
Edelnor	Primer Programa			
	Primera Emisión	80'000,000	91'253,592.34	11'253,592.34
	Segunda Emisión	100'000,000	113'050,396.40	13'050,396.40
Luz del Sur	Primer Programa	35'180,000	39'436,815.08	4'256,815.08
	Primera Emisión			
	Primer Programa	88'275,000	101'130,456.00	12'855,456.94
	Segunda Emisión			
Telefónica del Perú	Segundo Programa	100'000,000	120'370,966.29	20'370,966.29
	Tercera Emisión			
<b>TOTAL</b>		<b>417'705,000</b>	<b>482'911,476.30</b>	<b>65'206,476.30</b>

<b>EMISIONES EN DÓLARES</b>				
Emisor	Emisión	Importe	Valor Presente de los Flujos Futuros	Ganancia o Pérdida de la Inversión
Consortio Agua Azul	Primera Emisión	10'000,000	11'075,453.14	1'075,453.14
	Serie A			
	Primera Emisión	15'000,000	16'917,492.09	1'917,492.09
	Serie B			
Consortio Transmantaro	Primer Programa			
	Primera Emisión	15'000,000	14'673,567.21	-326,432.79
	Serie A			
	Primera Emisión	15'000,000	14'849,558.25	-150,441.75
	Serie B			
	Segunda Emisión	3'000,000	3'262,342.54	262,342.54
Southern Peru Cooper Corporation	Primer Programa	73'100,000	68'632,574.86	-4'467,425.14
	Segunda Emisión			
<b>Total</b>		<b>131'000,000</b>	<b>129'410,988.09</b>	<b>-1'689,011.91</b>

El análisis de cada una de las emisiones se muestra a continuación:

## **I. Compañía Universal Textil - Primera Emisión:**

En julio de 2001 Compañía Universal Textil colocó bonos por S/. 14'250,000 denominados "Bonos Corporativos Compañía Universal Textil S.A. – Primera Emisión – Serie A". El interés de los bonos se estableció en una tasa de interés anual de VAC + 9.8125 % nominal anual, por un plazo de 5 años y cupones trimestrales.

Entonces tenemos que:

- Valor nominal del bono: S/. 14'250,000
- Cupón : trimestral
- Tasa de interés: VAC + 9.8125 %, que equivale a VAC + 2.453125 trimestral.

- Plazo : 5 años, que equivalen a 20 trimestres.

Si tomamos como supuesto de la inflación un 4% anual (la inflación del año 2000 había sido 3.7% anual), la tasa anual del bono sería de 13.8125% anual, que equivale a 3.453125% trimestral, y si consideramos una tasa de descuento del 4% anual en dólares (al 1 de julio del 2001 la TIPMEX era del 3.52%), como costo de oportunidad del inversionista, que lo empleamos para traer al presente los flujos generados por el bono, tenemos que determinar el equivalente de esa tasa en soles, para lo cual se va a considerar una depreciación de 0.773197% del último año, dado que el tipo de cambio de venta al 02/07/00 era de S/. 3.492 por dólar, mientras que al 28/06/01 el tipo de cambio de venta era de S/. 3.519 por dólar, con lo cual la depreciación era de 0.773197 % anual.

El cálculo de la depreciación, se aprecia a continuación, donde Tf es el tipo de cambio al final del período y Ts es el tipo de cambio al inicio del período:

- $T_f = T_s (1 + \text{Depreciación})$
- $\text{Depreciación} = (T_f/T_s) - 1$
- $\text{Depreciación} = (3.519 / 3.492) - 1$
- $\text{Depreciación} = 0.00773197$
- $\text{Depreciación} = 0.773197\%$

Calculada la depreciación, consideramos que la misma es la depreciación de equilibrio o variación en el tipo de cambio, que iguala las tasas de interés de diferentes monedas, entonces:

- $\text{Depreciación} = (\text{Tasa S/.} - \text{Tasa \$}) / (1 + \text{Tasa \$})$

Despejando tenemos que:

- $\text{Depreciación} (1 + \text{Tasa \$}) = \text{Tasa S/.} - \text{Tasa \$}$
- $\text{Tasa S/.} = \text{Depreciación} (1 + \text{Tasa \$}) + \text{Tasa \$}$

Reemplazando obtenemos la tasa equivalente en soles a la de dólares que tenemos como coste de oportunidad:

- $\text{Tasa S/.} = (0.00773197) (1+0.04) + (0.04)$
- $\text{Tasa S/.} = 0.048041238$
- $\text{Tasa S/.} = 4.8 \%$

Esta tasa del 4.8% es inferior a la TIPMN al 1 de julio de 2001 de 8.19% anual, por lo que se va a trabajar con la última como costo de oportunidad por ser mayor.

De la tasa anual de 8.19%, calculamos su equivalente trimestral que es igual a:

$$(1 + 0.0819)^{(1/4)} - 1 = 0.01987461 = 1.987461\% \text{ trimestral.}$$

Esta tasa será utilizada como costo de oportunidad o tasa de descuento para traer al valor presente los flujos generados por el bono, dado que los flujos del mismo son

## Reflexiones sobre la transparencia en la información en el mercado primario de bonos corporativos

trimestrales.

Ahora traemos al presente los flujos futuros del bono, utilizando la tasa trimestral, como se aprecia en el siguiente cuadro:

Períodos	Cupón	Principal	Total Nominal	Factor descuento	Valor Presente
1	492,070.31		492,070.31	1.0199	482,481.19
2	492,070.31		492,070.31	1.0401	473,078.93
3	492,070.31		492,070.31	1.0608	463,859.89
4	492,070.31		492,070.31	1.0819	454,820.51
5	492,070.31		492,070.31	1.1034	445,957.29
6	492,070.31		492,070.31	1.1253	437,266.78
7	492,070.31		492,070.31	1.1477	428,745.63
8	492,070.31		492,070.31	1.1705	420,390.53
9	492,070.31		492,070.31	1.1938	412,198.25
10	492,070.31		492,070.31	1.2175	404,165.61
11	492,070.31		492,070.31	1.2417	396,289.51
12	492,070.31		492,070.31	1.2664	388,566.90
13	492,070.31		492,070.31	1.2915	380,994.78
14	492,070.31		492,070.31	1.3172	373,570.21
15	492,070.31		492,070.31	1.3434	366,290.34
16	492,070.31		492,070.31	1.3701	359,152.32
17	492,070.31		492,070.31	1.3973	352,153.41
18	492,070.31		492,070.31	1.4251	345,290.89
19	492,070.31		492,070.31	1.4534	338,562.10
20	492,070.31	14,250,000.00	14,742,070.31	1.4823	9,945,414.18
				Total	17,669,249.25

Entonces comparamos el valor presente de los flujos futuros frente al valor nominal del bono:

- Valor presente – valor nominal = ¿ ?

Reemplazando obtenemos que:

- $17'669,249.25 - 14'250,000.00 = 3'419,249.25$

con lo cual bajo los supuestos anteriormente señalados, la inversión en estos bonos representa una ganancia para los inversionistas de S/. 3'419,249.25.

## II. Edelnor - Primera Emisión:

En julio de 2001 Edelnor colocó bonos por S/. 80'000,000 denominados "Bonos

Corporativos Edelnor S.A.A. – Primera Emisión”. El interés de los bonos se estableció en una tasa anual de VAC + 7.50 %, por un plazo de 5 años y cupones semestrales.

Entonces tenemos que:

- Valor nominal del bono: S/. 80'000,000
- Cupón : semestral
- Tasa de interés: VAC + 7.50 %, que equivale a VAC + 3.75% semestral.
- Plazo : 5 años, que equivalen a 10 semestres.

Si tomamos como supuesto de la inflación un 4% anual (la inflación del año 2000 había sido 3.7% anual), la tasa anual del bono sería de 11.50 anual, que equivale a 5.75% semestral, y si consideramos una tasa de descuento del 4% anual en dólares (al 1 de julio del 2001 la TIPMEX era del 3.52%), como costo de oportunidad del inversionista, que lo empleamos para traer al presente los flujos generados por el bono, tenemos que determinar el equivalente de esa tasa en soles, para lo cual se va a considerar como supuesto un depreciación de 0.773197% del último año, dado que el tipo de cambio de venta al 02/07/00 era de S/. 3.492 por dólar, mientras que al 28/06/01 el tipo de cambio de venta era de S/. 3.519 por dólar, con lo cual la depreciación era de 0.773197 % anual.

El cálculo de la depreciación se aprecia a continuación, donde Tf es el tipo de cambio al final del período y Ts es el tipo de cambio al inicio del período:

- $T_f = T_s (1 + \text{Depreciación})$
- $\text{Depreciación} = (T_f/T_s) - 1$
- $\text{Depreciación} = (3.519 / 3.492) - 1$
- $\text{Depreciación} = 0.00773197$
- $\text{Depreciación} = 0.773197\%$

Calculada la depreciación, consideramos que la misma es la depreciación de equilibrio o variación en el tipo de cambio, que iguala las tasas de interés de diferentes monedas, entonces:

- $\text{Depreciación} = (\text{Tasa S/.} - \text{Tasa \$}) / (1 + \text{Tasa \$})$

Despejando tenemos que:

- $\text{Depreciación} (1 + \text{Tasa \$}) = \text{Tasa S/.} - \text{Tasa \$}$
- $\text{Tasa S/.} = \text{Depreciación} (1 + \text{Tasa \$}) + \text{Tasa \$}$

Reemplazando obtenemos la tasa equivalente en soles a la de dólares que tenemos como costo de oportunidad:

- $\text{Tasa S/.} = (0.00773197) (1+0.04) + (0.04)$
- $\text{Tasa S/.} = 0.048041238$
- $\text{Tasa S/.} = 4.8 \%$

Esta tasa del 4.8% es inferior a la TIPMN al 1 de julio de 2001 de 8.19% anual, por lo que se va a trabajar con la última como costo de oportunidad por ser mayor.

De la tasa anual de 8.19%, calculamos su equivalente semestral que es igual a:

$$(1 + 0.0819)^{(1/2)} - 1 = 0.040144221 \% \text{ semestral.}$$

Esta tasa será utilizada como costo de oportunidad o tasa de descuento para traer al valor presente los flujos generados por el bono, dado que los flujos del mismo son semestrales.

Ahora traemos al presente los flujos futuros del bono, utilizando la tasa semestral, como se aprecia en el siguiente cuadro:

Períodos	Cupón	Principal	Total Nominal	Factor descuento	Valor Presente
1	4,600,000.00		4,600,000.00	1.0401	4,422,463.64
2	4,600,000.00		4,600,000.00	1.0819	4,251,779.28
3	4,600,000.00		4,600,000.00	1.1253	4,087,682.45
4	4,600,000.00		4,600,000.00	1.1705	3,929,918.92
5	4,600,000.00		4,600,000.00	1.2175	3,778,244.25
6	4,600,000.00		4,600,000.00	1.2664	3,632,423.44
7	4,600,000.00		4,600,000.00	1.3172	3,492,230.56
8	4,600,000.00		4,600,000.00	1.3701	3,357,448.41
9	4,600,000.00		4,600,000.00	1.4251	3,227,868.16
10	4,600,000.00	80,000,000.00	84,600,000.00	1.4823	57,073,533.23
				Total	91,253,592.34

Entonces comparamos el valor presente de los flujos futuros frente al valor nominal del bono:

- Valor presente – valor nominal = ¿ ?

Reemplazando obtenemos que:

- $91'253,592.34 - 80'000,000.00 = 11'253,592.34.$

con lo cual bajo los supuestos anteriormente señalados, la inversión en estos bonos representa una ganancia para los inversionistas de S/. 11'253,592.34.

## Edelnor - Segunda Emisión:

En octubre de 2001 Edelnor colocó bonos por S/. 100'000,000 denominados "Bonos Corporativos Edelnor S.A.A. – Segunda Emisión". El interés de los bonos se estableció en una tasa anual de VAC + 6.90625 %, por un plazo de 5 años y cupones semestrales.



Entonces tenemos que:

- Valor nominal del bono: S/. 100'000,000
- Cupón : semestral
- Tasa de interés: VAC + 6.90625 %, que equivale a VAC + 3.453125% semestral.
- Plazo : 5 años, que equivalen a 10 semestres.

Si tomamos como supuesto de la inflación un 4% anual (la inflación del año 2000 había sido 3.7% anual), la tasa anual del bono sería de 10.90625 anual, que equivale a 5.453125% semestral, y si consideramos una tasa de descuento del 3% anual en dólares (al 1 de octubre del 2001 la TIPMEX era del 2.93%), como costo de oportunidad del inversionista, que lo empleamos para traer al presente los flujos generados por el bono, tenemos que determinar el equivalente de esa tasa en soles, para lo cual se va a considerar una depreciación de -0.712251% del último año, dado que el tipo de cambio de venta al 02/10/00 era de S/. 3.51 por dólar, mientras que al 28/09/01 el tipo de cambio de venta era de S/. 3.485 por dólar, con lo cual la depreciación era de -0.712251% anual.

El cálculo de la depreciación se aprecia a continuación, donde Tf es el tipo de cambio al final del período y Ts es el tipo de cambio al inicio del período:

- $T_f = T_s (1 + \text{Depreciación})$
- $\text{Depreciación} = (T_f/T_s) - 1$
- $\text{Depreciación} = (3.485 / 3.51) - 1$
- $\text{Depreciación} = -0.00712251$
- $\text{Depreciación} = - 0.712251\%$

Calculada la depreciación, consideramos que la misma es la depreciación de equilibrio o variación en el tipo de cambio, que iguala las tasas de interés de diferentes monedas, entonces:

- $\text{Depreciación} = (\text{Tasa S/.} - \text{Tasa \$}) / (1 + \text{Tasa \$})$

Despejando tenemos que:

- $\text{Depreciación} (1 + \text{Tasa \$}) = \text{Tasa S/.} - \text{Tasa \$}$
- $\text{Tasa S/.} = \text{Depreciación} (1 + \text{Tasa \$}) + \text{Tasa \$}$

Reemplazando obtenemos la tasa equivalente en soles a la de dólares que tenemos como costo de oportunidad:

- $\text{Tasa S/.} = (-0,00712251) (1+0,03) + (0,3)$
- $\text{Tasa S/.} = 0.022663815$
- $\text{Tasa S/.} = 2.2663815\%$

Esta tasa del 2.27% es inferior a la TIPMN al 1 de octubre de 2001 de 7.86% anual, por lo

que se va a trabajar con la última como costo de oportunidad por ser mayor.

De la tasa anual de 7.86.%, calculamos su equivalente semestral que es igual a:

$$(1 + 0.0786)^{(1/2)} - 1 = 0.038556691 = 3.8556691\% \text{ semestral.}$$

Esta tasa será utilizada como costo de oportunidad o tasa de descuento para traer al valor presente los flujos generados por el bono, dado que los flujos del mismo son semestrales.

Ahora traemos al presente los flujos futuros del bono, utilizando la tasa semestral, como se aprecia en el siguiente cuadro:

Períodos	Cupón	Principal	Total Nominal	Factor descuento	Valor Presente
1	5,453,125.00		5,453,125.00	1.0386	5,250,676.30
2	5,453,125.00		5,453,125.00	1.0786	5,055,743.56
3	5,453,125.00		5,453,125.00	1.1202	4,868,047.74
4	5,453,125.00		5,453,125.00	1.1634	4,687,320.19
5	5,453,125.00		5,453,125.00	1.2082	4,513,302.19
6	5,453,125.00		5,453,125.00	1.2548	4,345,744.66
7	5,453,125.00		5,453,125.00	1.3032	4,184,407.74
8	5,453,125.00		5,453,125.00	1.3534	4,029,060.50
9	5,453,125.00		5,453,125.00	1.4056	3,879,480.57
10	5,453,125.00	100,000,000.00	105,453,125.00	1.4598	72,236,612.94
				Total	113,050,396.40

Entonces comparamos el valor presente de los flujos futuros frente al valor nominal del bono:

- Valor presente – valor nominal = ¿ ?

Reemplazando obtenemos que:

- $113'050,396.40 - 100'000,000.00 = 13'050.396.40.$

con lo cual bajo los supuestos anteriormente señalados, la inversión en estos bonos representa una ganancia para los inversionistas de S/. 13'050,396.40.

## **Luz del Sur – Primera Emisión:**

En enero de 2001 Luz del Sur colocó bonos por S/. 35'180,000 denominados "Bonos Luz del Sur – Primera Emisión". El interés de los bonos se estableció en una tasa anual de 7.375 %, por un plazo de 7 años y cupones semestrales. La tasa de interés sería aplicado contra el valor del principal reajustado.

Entonces tenemos que:

- Valor nominal del bono: S/. 100'000,000
- Cupón : semestral
- Tasa de interés: VAC + 7.375 %, que equivale a VAC + 3.6875% semestral.
- Plazo : 7 años, que equivalen a 14 semestres.

Si tomamos como supuesto de la inflación un 4% anual (la inflación del año 2000 había sido 3.7% anual), la tasa anual del bono sería de 11.375 anual, que equivale a 5.6875% semestral, y si consideramos una tasa de descuento del 5% anual en dólares (al 1 de enero del 2001 la TIPMEX era del 4.62%), como costo de oportunidad del inversionista, que lo empleamos para traer al presente los flujos generados por el bono, tenemos que determinar el equivalente de esa tasa en soles, para lo cual se va a considerar una depreciación de 0.455711 % anual, dado que el tipo de cambio de venta al 01/01/00 era de S/. 3.511 por dólar, mientras que al 31/12/01 el tipo de cambio de venta era de S/. 3.527 por dólar, con lo cual la depreciación era de 0.455711 % anual.

El cálculo de la depreciación se aprecia a continuación, donde Tf es el tipo de cambio al final del período y Ts es el tipo de cambio al inicio del período:

- $T_f = T_s (1 + \text{Depreciación})$
- $\text{Depreciación} = (T_f/T_s) - 1$
- $\text{Depreciación} = (3.527 / 3.511) - 1$
- $\text{Depreciación} = 0.00455711$
- $\text{Depreciación} = 0.455711\%$

Calculada la depreciación, consideramos que la misma es la depreciación de equilibrio o variación en el tipo de cambio, que iguala las tasas de interés de diferentes monedas, entonces:

- $\text{Depreciación} = (\text{Tasa S/.} - \text{Tasa \$}) / (1 + \text{Tasa \$})$

Despejando tenemos que:

- $\text{Depreciación} (1 + \text{Tasa \$}) = \text{Tasa S/.} - \text{Tasa \$}$
- $\text{Tasa S/.} = \text{Depreciación} (1 + \text{Tasa \$}) + \text{Tasa \$}$

Reemplazando obtenemos la tasa de equivalente en soles a la de dólares que tenemos como costo de oportunidad:

- $\text{Tasa S/.} = (0.00455711) (1+0.05) + (0.05)$
- $\text{Tasa S/.} = 0.054784966$
- $\text{Tasa S/.} = 5.4784966\%$

Esta tasa del 5.48% es inferior a la TIPMN al 1 de enero de 2001 de 9.21% anual, por lo

## Reflexiones sobre la transparencia en la información en el mercado primario de bonos corporativos

que se va a trabajar con la última como costo de oportunidad por mayor.

De la tasa anual de 9.21%, calculamos su equivalente semestral que es igual a:

$$(1 + 0.0921)^{(1/2)} - 1 = 0.045035885 = 4.5035885\% \text{ semestral.}$$

Esta tasa será utilizada como costo de oportunidad o tasa de descuento para traer al valor presente los flujos generados por el bono, dado que los flujos del mismo son semestrales.

Ahora traemos al presente los flujos futuros del bono, utilizando la tasa semestral, como se aprecia en el siguiente cuadro:

Períodos	Cupón	Principal	Total Nominal	Factor descuento	Valor Presente
1	2,000,862.50		2,000,862.50	1.0450	1,914,635.21
2	2,000,862.50		2,000,862.50	1.0921	1,832,123.89
3	2,000,862.50		2,000,862.50	1.1413	1,753,168.40
4	2,000,862.50		2,000,862.50	1.1927	1,677,615.50
5	2,000,862.50		2,000,862.50	1.2464	1,605,318.56
6	2,000,862.50		2,000,862.50	1.3025	1,536,137.26
7	2,000,862.50		2,000,862.50	1.3612	1,469,937.33
8	2,000,862.50		2,000,862.50	1.4225	1,406,590.29
9	2,000,862.50		2,000,862.50	1.4866	1,345,973.20
10	2,000,862.50		2,000,862.50	1.5535	1,287,968.40
11	2,000,862.50		2,000,862.50	1.6235	1,232,463.33
12	2,000,862.50		2,000,862.50	1.6966	1,179,350.25
13	2,000,862.50		2,000,862.50	1.7730	1,128,526.08
14	2,000,862.50	35,180,000.00	37,180,862.50	1.8528	20,067,007.38
				Total	39,436,815.08

Entonces comparamos el valor presente de los flujos futuros frente al valor nominal del bono:

- Valor presente – valor nominal = ¿ ?

Reemplazando obtenemos que:

- $39'436,815.08 - 35'180,000.00 = 4'256,815.08.$

con lo cual bajo los supuestos anteriormente señalados, la inversión en estos bonos representa una ganancia para los inversionistas de S/. 4'256,815.08.

## Luz del Sur - Segunda Emisión:

En febrero de 2001 Luz del Sur colocó bonos por S/. 88'275,000 denominados "Bonos

Luz del Sur – Segunda Emisión – Serie A”. El interés de los bonos se estableció en una tasa anual de 7.25 %, por un plazo de 7 años y cupones semestrales. La tasa de interés sería aplicado contra el valor del principal reajustado.

Entonces tenemos que:

- Valor nominal del bono: S/. 88'275,000
- Cupón: semestral
- Tasa de interés: VAC + 7.25 %, que equivale a VAC + 3.6250% semestral.
- Plazo: 7 años, que equivalen a 14 semestres.

Si tomamos como supuesto de la inflación un 4% anual (la inflación del año 2000 había sido 3.7% anual), la tasa anual del bono sería de 11.25 anual, que equivale a 5.6250% semestral, y si consideramos una tasa de descuento del 4.5% anual en dólares (al 1 de febrero del 2001 la TIPMEX era del 4.38%), como costo de oportunidad del inversionista, que lo empleamos para traer al presente los flujos generados por el bono, tenemos que determinar el equivalente de esa tasa en soles, para lo cual se va a considerar una depreciación de 1.260023% del último año, dado que el tipo de cambio de venta al 01/02/00 era de S/. 3.492 por dólar, mientras que al 31/01/01 el tipo de cambio de venta era de S/. 3.536 por dólar, con lo cual la depreciación era de 1.260023 % anual.

El cálculo de la depreciación se aprecia a continuación, donde Tf es el tipo de cambio al final del período y Ts es el tipo de cambio al inicio del período:

- $T_f = T_s (1 + \text{Depreciación})$
- $\text{Depreciación} = (T_f/T_s) - 1$
- $\text{Depreciación} = (3.536 / 3.492) - 1$
- $\text{Depreciación} = 0.01260023$
- $\text{Depreciación} = 1.260023\%$

Calculada la depreciación, consideramos que la misma es la depreciación de equilibrio o variación en el tipo de cambio, que iguala las tasas de diferentes monedas, entonces:

- $\text{Depreciación} = (\text{Tasa S/.} - \text{Tasa \$}) / (1 + \text{Tasa \$})$

Despejando tenemos que:

- $\text{Depreciación} (1 + \text{Tasa \$}) = \text{Tasa S/.} - \text{Tasa \$}$
- $\text{Tasa S/.} = \text{Depreciación} (1 + \text{Tasa \$}) + \text{Tasa \$}$

Reemplazando obtenemos la tasa equivalente en soles la de dólares que tenemos como costo de oportunidad:

- $\text{Tasa S/.} = (0,01260023) (1+0,045) + (0,45)$
- $\text{Tasa S/.} = 0.05816724$
- $\text{Tasa S/.} = 5.816724\%$

## Reflexiones sobre la transparencia en la información en el mercado primario de bonos corporativos

Esta tasa del 5.82% es inferior a la TIPMN al 1 de febrero de 2001 de 8.63% anual, por lo que se va a trabajar con la última como costo de oportunidad por mayor.

De la tasa anual de 8.63%, calculamos su equivalente semestral que es igual a:

$$(1 + 0.0863)^{(1/2)} - 1 = 0.042257166\% \text{ semestral.}$$

Esta tasa será utilizada como costo de oportunidad o tasa de descuento para traer al valor presente los flujos generados por el bono, dado que los flujos del mismo son semestrales.

Ahora traemos al presente los flujos futuros del bono, utilizando la tasa semestral, como se aprecia en el siguiente cuadro:

Períodos	Cupón	Principal	Total Nominal	Factor descuento	Valor Presente
1	4,965,468.75		4,965,468.75	1.0423	4,764,149.30
2	4,965,468.75		4,965,468.75	1.0863	4,570,992.13
3	4,965,468.75		4,965,468.75	1.1322	4,385,666.30
4	4,965,468.75		4,965,468.75	1.1800	4,207,854.30
5	4,965,468.75		4,965,468.75	1.2299	4,037,251.50
6	4,965,468.75		4,965,468.75	1.2819	3,873,565.59
7	4,965,468.75		4,965,468.75	1.3361	3,716,516.15
8	4,965,468.75		4,965,468.75	1.3925	3,565,834.11
9	4,965,468.75		4,965,468.75	1.4514	3,421,261.30
10	4,965,468.75		4,965,468.75	1.5127	3,282,550.04
11	4,965,468.75		4,965,468.75	1.5766	3,149,462.67
12	4,965,468.75		4,965,468.75	1.6432	3,021,771.19
13	4,965,468.75		4,965,468.75	1.7127	2,899,256.81
14	4,965,468.75	88,275,000.00	93,240,468.75	1.7850	52,234,325.55
				Total	101,130,456.94

Entonces comparamos el valor presente de los flujos futuros frente al valor nominal del bono:

- Valor presente – valor nominal = ¿ ?

Reemplazando obtenemos que:

- $101'130,456.94 - 88'275,000.00 = 12'855,456.94.$

con lo cual bajo los supuestos anteriormente señalados, la inversión en estos bonos representa una ganancia para los inversionistas de S/. 12'855,456.94.

## Telefónica del Perú - Segundo Programa - Tercera

## Emisión:

En diciembre de 2001 Telefónica del Perú colocó bonos por S/. 100'000,000 denominados "Segundo Programa de Bonos Telefónica del Perú – Tercera Emisión". El interés de los bonos se estableció en una tasa nominal anual de 6.1875 %, por un plazo de 5 años y cupones semestrales. La tasa de interés se aplicará sobre el valor nominal ajustado.

Entonces tenemos que:

- Valor nominal del bono: S/. 66'000,000
- Cupón: semestral
- Tasa de interés: VAC + 6.1875 %, que equivale a VAC + 3.09375% semestral.
- Plazo: 5 años, que equivalen a 10 semestres.

Si tomamos como supuesto de la inflación un 4% anual (la inflación del año 2000 había sido 3.7% anual), la tasa anual del bono sería de 10.1875% anual, que equivale a 5.09375% semestral, y si consideramos una tasa de descuento del 3% anual en dólares (al 1 de diciembre del 2001 la TIPMEX era del 2.10%), como costo de oportunidad del inversionista, que lo empleamos para traer al presente los flujos generados por el bono, tenemos que determinar el equivalente de esa tasa en soles, para lo cual se va a considerar una depreciación de -0.2718777 % del último año, dado que el tipo de cambio de venta al 01/12/00 era de S/. 3.531 por dólar, mientras que al 30/11/01 el tipo de cambio de venta era de S/. 3.435 por dólar, con lo cual la depreciación era de -0.2718777% anual.

El cálculo de la depreciación se aprecia a continuación, donde  $T_f$  es el tipo de cambio al final del período y  $T_s$  es el tipo de cambio al inicio del período:

- $T_f = T_s (1 + \text{Depreciación})$
- $\text{Depreciación} = (T_f/T_s) - 1$
- $\text{Depreciación} = (3.435 / 3.531) - 1$
- $\text{Depreciación} = -0.02718777$
- $\text{Depreciación} = -0.2718777\%$

Calculada la depreciación, consideramos que la misma es la depreciación de equilibrio o variación en el tipo de cambio, que iguala las tasas de diferentes monedas, entonces:

- $\text{Depreciación} = (\text{Tasa S/.} - \text{Tasa \$}) / (1 + \text{Tasa \$})$

Despejando tenemos que:

- $\text{Depreciación} (1 + \text{Tasa \$}) = \text{Tasa S/.} - \text{Tasa \$}$
- $\text{Tasa S/.} = \text{Depreciación} (1 + \text{Tasa \$}) + \text{Tasa \$}$

Reemplazando obtenemos la tasa equivalente en soles a la de dólares que tenemos

## Reflexiones sobre la transparencia en la información en el mercado primario de bonos corporativos

como costo de oportunidad:

- Tasa S/. =  $(-0.02718777) (1+0,03) + (0,3)$
- Tasa S/. = 0.001996597
- Tasa S/. = 0.1996597%

Esta tasa del 0.199% es inferior a la TIPMN al 1 de diciembre de 2001 de 5.55% anual, por lo que se va a trabajar con la última como costo de oportunidad por ser mayor.

De la tasa anual de 5.55%, calculamos su equivalente semestral que es igual a:

$$(1 + 0.555)^{(1/2)} - 1 = 0.027375297 = 2.7375297\% \text{ semestral.}$$

Esta tasa será utilizada como costo de oportunidad o tasa de descuento para traer al valor presente los flujos generados por el bono, dado que los flujos del mismo son semestrales.

Ahora traemos al presente los flujos futuros del bono, utilizando la tasa semestral, como se aprecia en el siguiente cuadro:

Períodos	Cupón	Principal	Total Nominal	Factor descuento	Valor Presente
1	5,093,750.00		5,093,750.00	1.0274	4,958,022.66
2	5,093,750.00		5,093,750.00	1.0555	4,825,911.89
3	5,093,750.00		5,093,750.00	1.0844	4,697,321.33
4	5,093,750.00		5,093,750.00	1.1141	4,572,157.17
5	5,093,750.00		5,093,750.00	1.1446	4,450,328.12
6	5,093,750.00		5,093,750.00	1.1759	4,331,745.30
7	5,093,750.00		5,093,750.00	1.2081	4,216,322.23
8	5,093,750.00		5,093,750.00	1.2412	4,103,974.71
9	5,093,750.00		5,093,750.00	1.2752	3,994,620.78
10	5,093,750.00	100,000,000.00	105,093,750.00	1.3101	80,220,562.11
				Total	120,370,966.29

Entonces comparamos el valor presente de los flujos futuros frente al valor nominal del bono:

- Valor presente – valor nominal = ¿ ?

Reemplazando obtenemos que:

- $120'370,966.29 - 100'000,000.00 = 20'370,966.29.$

con lo cual bajo los supuestos anteriormente señalados, la inversión en estos bonos representa una ganancia para los inversionistas de S/. 20'370,966.29.



## Consortio Agua Azul - Primera Emisión – Serie A:

En agosto de 2001 Consortio Agua Azul colocó bonos por US\$. 10'000,000 denominados "Bonos Consortio Agua Azul – Primera Emisión – Serie A". El interés de los bonos se estableció en una tasa nominal anual de 8.750 %, por un plazo de 12 años y cupones semestrales.

Entonces tenemos que:

- Valor nominal del bono: US\$. 10'000,000
- Cupón: semestral
- Tasa de interés: 8.750 %, que equivale a 4.3750% semestral.
- Plazo: 12 años, que equivalen a 24 semestres.

La TIPMN al 01 de agosto de 2001 era 7.86% anual, a efectos de determinar una tasa en dólares equivalente, utilizaremos la depreciación del último año.

El tipo de cambio de venta al 01/08/00 era de S/. 3.476 por dólar, mientras que al 31/07/01 el tipo de cambio de venta era de S/. 3.487 por dólar, con lo cual la depreciación era de 0.316456 % anual.

El cálculo de la depreciación se aprecia a continuación, donde Tf es el tipo de cambio al final del período y Ts es el tipo de cambio al inicio del período:

- $T_f = T_s (1 + \text{Depreciación})$
- $\text{Depreciación} = (T_f/T_s) - 1$
- $\text{Depreciación} = (3.487 / 3.476) - 1$
- $\text{Depreciación} = 0.00316456$
- $\text{Depreciación} = 0.316456\%$

Calculada la depreciación, consideramos que la misma es la depreciación de equilibrio o variación en el tipo de cambio, que iguala las tasas de interés de diferentes monedas, entonces:

- $\text{Depreciación} = (\text{Tasa S/.} - \text{Tasa \$}) / (1 + \text{Tasa \$})$

Despejando tenemos que:

- $\text{Depreciación} (1 + \text{Tasa \$}) = \text{Tasa S/.} - \text{Tasa \$}$
- $\text{Tasa S/.} = \text{Depreciación} (1 + \text{Tasa \$}) + \text{Tasa \$}$
- $\text{Tasa S/.} = \text{Depreciación} + (\text{Depreciación})(\text{Tasa \$}) + \text{Tasa \$}$
- $\text{Tasa S/.} - \text{Depreciación} = (\text{Depreciación}) (\text{Tasa \$}) + \text{Tasa \$}$

- Tasa S/. – Depreciación = Tasa \$ (Depreciación + 1)
- Tasa \$ = (Tasa S/. – Depreciación) / (1+ Depreciación)

Reemplazando obtenemos la tasa equivalente en dólares:

- Tasa \$. = ((0.0786) - (0.00316456)) / ( 1 + (0.00316456))
- Tasa \$. = 0.075197476
- Tasa \$ = 7.5197476%

Esta tasa del 7.5197476% es superior a la TIPMEX al 1 de agosto de 2001 de 3.47% anual, por lo que se va a trabajar con la primera como costo de oportunidad.

De la tasa anual de 7.5197476%, calculamos su equivalente semestral que es igual a:

$$(1 + 0.075197476)^{(1/2)} - 1 = 0.036917295 = 3.6917295\% \text{ semestral.}$$

Esta tasa será utilizada como costo de oportunidad o tasa de descuento para traer al valor presente los flujos generados por el bono, dado que los flujos del mismo son semestrales.

Ahora traemos al presente los flujos futuros del bono, utilizando la tasa semestral, como se aprecia en el siguiente cuadro:

<b>Períodos</b>	<b>Cupón</b>	<b>Principal</b>	<b>Total Nominal</b>	<b>Factor descuento</b>	<b>Valor Presente</b>
1	437,500.00		437,500.00	1.0369	421,923.72
2	437,500.00		437,500.00	1.0752	406,902.00
3	437,500.00		437,500.00	1.1149	392,415.09
4	437,500.00		437,500.00	1.1560	378,443.97
5	437,500.00		437,500.00	1.1987	364,970.25
6	437,500.00		437,500.00	1.2430	351,976.24
7	437,500.00		437,500.00	1.2889	339,444.86
8	437,500.00		437,500.00	1.3365	327,359.62
9	437,500.00		437,500.00	1.3858	315,704.66
10	437,500.00		437,500.00	1.4369	304,464.65
11	437,500.00		437,500.00	1.4900	293,624.82
12	437,500.00		437,500.00	1.5450	283,170.91
13	437,500.00		437,500.00	1.6020	273,089.20
14	437,500.00		437,500.00	1.6612	263,366.42
15	437,500.00		437,500.00	1.7225	253,989.81
16	437,500.00		437,500.00	1.7861	244,947.02
17	437,500.00		437,500.00	1.8520	236,226.19
18	437,500.00		437,500.00	1.9204	227,815.85
19	437,500.00		437,500.00	1.9913	219,704.94
20	437,500.00		437,500.00	2.0648	211,882.80
21	437,500.00		437,500.00	2.1410	204,339.15
22	437,500.00		437,500.00	2.2201	197,064.07
23	437,500.00		437,500.00	2.3020	190,048.02
24	437,500.00	10,000,000.00	10,437,500.00	2.3870	4,372,578.89
				<b>Total</b>	<b>11,075,453.14</b>

Entonces comparamos el valor presente de los flujos futuros frente al valor nominal del bono:

- Valor presente – valor nominal = ¿ ?

Reemplazando obtenemos que:

- $11'075,453.14 - 10'000,000.00 = 1'075,453.14.$

con lo cual bajo los supuestos anteriormente señalados, la inversión en estos bonos representa un beneficio para los inversionistas de US\$ 1'075,453.14.

## **Consorcio Agua Azul - Primera Emisión – Serie B:**

En octubre de 2001 Consorcio Agua Azul colocó bonos por US\$. 15'000,000

denominados "Bonos Consorcio Agua Azul – Primera Emisión – Serie B". El interés de los bonos se estableció en una tasa nominal anual de 8.6875 %, por un plazo de 12 años y cupones semestrales.

Entonces tenemos que:

- Valor nominal del bono: US\$. 15'000,000
- Cupón : semestral
- Tasa de interés: 8.6875 %, que equivale a 4.34375% semestral.
- Plazo : 12 años, que equivalen a 24 semestres.

La TIPMN al 01 de octubre de 2001 era 6.45% anual, a efectos de determinar una tasa en dólares equivalente, utilizaremos la depreciación del último año.

El tipo de cambio de venta al 02/10/00 era de S/. 3.51 por dólar, mientras que al 28/09/01 el tipo de cambio de venta era de S/. 3.485 por dólar, con lo cual la depreciación era de 0.712251 % anual.

El cálculo de la depreciación se aprecia a continuación, donde Tf es el tipo de cambio al final del período y Ts es el tipo de cambio al inicio del período:

- $T_f = T_s (1 + \text{Depreciación})$
- $\text{Depreciación} = (T_f/T_s) - 1$
- $\text{Depreciación} = (3.485 / 3.51) - 1$
- $\text{Depreciación} = -0.00712251$
- $\text{Depreciación} = 0.712251\%$

Calculada la depreciación, consideramos que la misma es la depreciación de equilibrio o variación en el tipo de cambio, que iguala las tasas de interés de diferentes monedas, entonces:

- $\text{Depreciación} = (\text{Tasa S/.} - \text{Tasa \$}) / (1 + \text{Tasa \$})$

Despejando tenemos que:

- $\text{Depreciación} (1 + \text{Tasa \$}) = \text{Tasa S/.} - \text{Tasa \$}$
- $\text{Tasa S/.} = \text{Depreciación} (1 + \text{Tasa \$}) + \text{Tasa \$}$
- $\text{Tasa S/.} = \text{Depreciación} + (\text{Depreciación})(\text{Tasa \$}) + \text{Tasa \$}$
- $\text{Tasa S/.} - \text{Depreciación} = (\text{Depreciación}) (\text{Tasa \$}) + \text{Tasa \$}$
- $\text{Tasa S/.} - \text{Depreciación} = \text{Tasa \$} (\text{Depreciación} + 1)$
- $\text{Tasa \$} = (\text{Tasa S/.} - \text{Depreciación}) / (1 + \text{Depreciación})$

Reemplazando obtenemos la tasa equivalente:

- $\text{Tasa \$} = ((0.0645) - (-0.00712251)) / (1 + (-0.00712251))$

- Tasa \$ = 0.072136298
- Tasa \$ = 7.2136298%

Esta tasa del 7.2136298% es superior a la TIPMEX al 1 de octubre de 2001 de 2.93% anual, por lo que se va a trabajar con la primera como costo de oportunidad por ser mayor.

De la tasa anual de 7.2136298%, calculamos su equivalente semestral que es igual a:

$$(1 + 0.072136298)^{(1/2)} - 1 = 0.035440147 = 3.5440147\% \text{ semestral.}$$

Esta tasa será utilizada como costo de oportunidad o tasa de descuento para traer al valor presente los flujos generados por el bono, dado que los flujos del mismo son semestrales.

Ahora traemos al presente los flujos futuros del bono, utilizando la tasa semestral, como se aprecia en el siguiente cuadro:

<b>Períodos</b>	<b>Cupón</b>	<b>Principal</b>	<b>Total Nominal</b>	<b>Factor descuento</b>	<b>Valor Presente</b>
1	651,562.50		651,562.50	1.0354	629,261.38
2	651,562.50		651,562.50	1.0721	607,723.57
3	651,562.50		651,562.50	1.1101	586,922.94
4	651,562.50		651,562.50	1.1495	566,834.25
5	651,562.50		651,562.50	1.1902	547,433.14
6	651,562.50		651,562.50	1.2324	528,696.07
7	651,562.50		651,562.50	1.2761	510,600.32
8	651,562.50		651,562.50	1.3213	493,123.93
9	651,562.50		651,562.50	1.3681	476,245.72
10	651,562.50		651,562.50	1.4166	459,945.19
11	651,562.50		651,562.50	1.4668	444,202.59
12	651,562.50		651,562.50	1.5188	428,998.81
13	651,562.50		651,562.50	1.5726	414,315.41
14	651,562.50		651,562.50	1.6284	400,134.58
15	651,562.50		651,562.50	1.6861	386,439.12
16	651,562.50		651,562.50	1.7458	373,212.42
17	651,562.50		651,562.50	1.8077	360,438.43
18	651,562.50		651,562.50	1.8718	348,101.65
19	651,562.50		651,562.50	1.9381	336,187.13
20	651,562.50		651,562.50	2.0068	324,680.41
21	651,562.50		651,562.50	2.0779	313,567.53
22	651,562.50		651,562.50	2.1515	302,835.01
23	651,562.50		651,562.50	2.2278	292,469.84
24	651,562.50	15,000,000.00	15,651,562.50	2.3067	6,785,122.68
				<b>Total</b>	<b>16,917,492.09</b>

Entonces comparamos el valor presente de los flujos futuros frente al valor nominal del bono:

- Valor presente – valor nominal = ¿ ?

Reemplazando obtenemos que:

- $16'917,492.09 - 15'000,000.00 = 1'917,492.09$

con lo cual bajo los supuestos anteriormente señalados, la inversión en estos bonos representa un beneficio para los inversionistas de US\$ 1'917,492.09.

## **Consorcio Transmantaro - Primera Emisión – Serie A:**

En noviembre de 2001 Consorcio Transmantaro colocó bonos por US\$. 15'000,000 denominados "Bonos Consorcio Transmantaro – Primera Emisión – Serie A". El interés de los bonos se estableció en una tasa nominal anual de 8.125%, por un plazo de 8 años y cupones semestrales.

Entonces tenemos que:

- Valor nominal del bono: US\$. 15'000,000
- Cupón: semestral
- Tasa de interés: 8.125 %, que equivale a 4.0625% semestral.
- Plazo: 8 años, que equivalen a 16 semestres.

La TIPMN al 01 de noviembre de 2001 era 6.04% anual, a efectos de determinar una tasa en dólares equivalente, utilizaremos la depreciación del último año.

El tipo de cambio de venta al 02/11/00 era de S/. 3.532 por dólar, mientras que al 31/10/01 el tipo de cambio de venta era de S/. 3.446 por dólar, con lo cual la depreciación era de -2.434881 % anual.

El cálculo de la depreciación se aprecia a continuación, donde Tf es el tipo de cambio al final del período y Ts es el tipo de cambio al inicio del período:

- $Tf = Ts (1 + \text{Depreciación})$
- $\text{Depreciación} = (Tf/Ts) - 1$
- $\text{Depreciación} = (3.446 / 3.532) - 1$
- $\text{Depreciación} = -0.02434881$
- $\text{Depreciación} = -2.434881\%$

Calculada la depreciación, consideramos que la misma es la depreciación de equilibrio o variación en el tipo de cambio, que iguala las tasas de interés de diferentes monedas,

entonces:

- $\text{Depreciación} = (\text{Tasa S/.} - \text{Tasa \$}) / (1 + \text{Tasa \$})$

Despejando tenemos que:

- $\text{Depreciación} (1 + \text{Tasa \$}) = \text{Tasa S/.} - \text{Tasa \$}$
- $\text{Tasa S/.} = \text{Depreciación} (1 + \text{Tasa \$}) + \text{Tasa \$}$
- $\text{Tasa S/.} = \text{Depreciación} + (\text{Depreciación})(\text{Tasa \$}) + \text{Tasa \$}$
- $\text{Tasa S/.} - \text{Depreciación} = (\text{Depreciación}) (\text{Tasa \$}) + \text{Tasa \$}$
- $\text{Tasa S/.} - \text{Depreciación} = \text{Tasa \$} (\text{Depreciación} + 1)$
- $\text{Tasa \$} = (\text{Tasa S/.} - \text{Depreciación}) / (1 + \text{Depreciación})$

Reemplazando obtenemos la tasa equivalente:

- $\text{Tasa \$} = ((0.0604) - (-0.02434881)) / (1 + (-0.02434881))$
- $\text{Tasa \$} = 0.086863842$
- $\text{Tasa \$} = 8.6863842\%$

Esta tasa del 8.6863842% es superior a la TIPMEX al 1 de noviembre de 2001 de 2.72% anual, por lo que se va a trabajar con la primera como costo de oportunidad por ser mayor.

De la tasa anual de 8.6863842%, calculamos su equivalente semestral que es igual a:

$$(1 + 0.086863842)^{(1/2)} - 1 = 0.042527622 = 4.2527622\% \text{ semestral.}$$

Esta tasa será utilizada como costo de oportunidad o tasa de descuento para traer al valor presente los flujos futuros generados por el bono, dado que los flujos del mismo son semestrales.

Ahora traemos al presente los flujos futuros del bono, utilizando la tasa semestral, como se aprecia en el siguiente cuadro:

Períodos	Cupón	Principal	Total Nominal	Factor descuento	Valor Presente
1	609,375.00		609,375.00	1.0425	584,516.89
2	609,375.00		609,375.00	1.0869	560,672.81
3	609,375.00		609,375.00	1.1331	537,801.39
4	609,375.00		609,375.00	1.1813	515,862.97
5	609,375.00		609,375.00	1.2315	494,819.47
6	609,375.00		609,375.00	1.2839	474,634.40
7	609,375.00		609,375.00	1.3385	455,272.73
8	609,375.00		609,375.00	1.3954	436,700.88
9	609,375.00		609,375.00	1.4547	418,886.63
10	609,375.00		609,375.00	1.5166	401,799.07
11	609,375.00		609,375.00	1.5811	385,408.56
12	609,375.00		609,375.00	1.6484	369,686.67
13	609,375.00		609,375.00	1.7185	354,606.11
14	609,375.00		609,375.00	1.7915	340,140.74
15	609,375.00		609,375.00	1.8677	326,265.44
16	609,375.00	15,000,000.00	15,609,375.00	1.9472	8,016,492.45
				Total	14,673,567.21

Entonces comparamos el valor presente de los flujos futuros frente al valor nominal del bono:

- Valor presente – valor nominal = ¿ ?

Reemplazando obtenemos que:

- $14'673,567.21 - 15'000,000.00 = - 326,432.79$ .

con lo cual bajo los supuestos anteriormente señalados, la inversión en estos bonos representa una pérdida para los inversionistas de US\$ 326,432.79.

## **Consorcio Transmantaro - Primera Emisión – Serie B:**

En noviembre de 2001 Consorcio Transmantaro colocó bonos por US\$. 15'000,000 denominados "Bonos Consorcio Transmantaro – Primera Emisión – Serie B". El interés de los bonos se estableció en una tasa nominal anual de 8.3438%, por un plazo de 9 años y cupones semestrales.

Entonces tenemos que:

- Valor nominal del bono: US\$. 15'000,000
- Cupón : semestral



- Tasa de interés: 8.3438 %, que equivale a 4.1719% semestral.
- Plazo : 9 años, que equivalen a 18 semestres.

La TIPMN al 01 de noviembre de 2001 era 6.04% anual, a efectos de determinar una tasa en dólares equivalente, utilizaremos la depreciación del último año.

El tipo de cambio de venta al 02/11/00 era de S/. 3.532 por dólar, mientras que al 31/10/01 el tipo de cambio de venta era de S/. 3.446 por dólar, con lo cual la depreciación era de menos 2.434881 % anual.

El cálculo de la depreciación se aprecia a continuación, donde Tf es el tipo de cambio al final del período y Ts es el tipo de cambio al inicio del período:

- $T_f = T_s (1 + \text{Depreciación})$
- $\text{Depreciación} = (T_f/T_s) - 1$
- $\text{Depreciación} = (3.446 / 3.532) - 1$
- $\text{Depreciación} = -0.02434881$
- $\text{Depreciación} = -2.434881\%$

Calculada la depreciación, consideramos que la misma es la depreciación de equilibrio o variación en el tipo de cambio, que iguala las tasas de interés de diferentes monedas, entonces:

- $\text{Depreciación} = (\text{Tasa S/.} - \text{Tasa \$}) / (1 + \text{Tasa \$})$

Despejando tenemos que:

- $\text{Depreciación} (1 + \text{Tasa \$}) = \text{Tasa S/.} - \text{Tasa \$}$
- $\text{Tasa S/.} = \text{Depreciación} (1 + \text{Tasa \$}) + \text{Tasa \$}$
- $\text{Tasa S/.} = \text{Depreciación} + (\text{Depreciación})(\text{Tasa \$}) + \text{Tasa \$}$
- $\text{Tasa S/.} - \text{Depreciación} = (\text{Depreciación}) (\text{Tasa \$}) + \text{Tasa \$}$
- $\text{Tasa S/.} - \text{Depreciación} = \text{Tasa \$} (\text{Depreciación} + 1)$
- $\text{Tasa \$} = (\text{Tasa S/.} - \text{Depreciación}) / (1 + \text{Depreciación})$

Reemplazando obtenemos la tasa equivalente:

- $\text{Tasa \$} = ((0.0604) - (-0.02434881)) / (1 + (-0.02434881))$
- $\text{Tasa \$} = 0.086863842$
- $\text{Tasa \$} = 8.6863842\%$

Esta tasa del 8.6863842% es superior a la TIPMEX al 1 de noviembre de 2001 de 2.72% anual, por lo que se va a trabajar con la primera como costo de oportunidad por ser mayor.

De la tasa anual de 8.6863842%, calculamos su equivalente semestral que es igual a:

## Reflexiones sobre la transparencia en la información en el mercado primario de bonos corporativos

$$(1 + 0.086863842)^{(1/2)} - 1 = 0.042527622 = 4.2527622\% \text{ semestral.}$$

Esta tasa será utilizada como costo de oportunidad o tasa de descuento para traer al valor presente los flujos generados por el bono, dado que los flujos del mismo son semestrales.

Ahora traemos al presente los flujos futuros del bono, utilizando la tasa semestral, como se aprecia en el siguiente cuadro:

Períodos	Cupón	Principal	Total Nominal	Factor descuento	Valor Presente
1	625,785.00		625,785.00	1.0425	600,257.48
2	625,785.00		625,785.00	1.0869	575,771.29
3	625,785.00		625,785.00	1.1331	552,283.97
4	625,785.00		625,785.00	1.1813	529,754.76
5	625,785.00		625,785.00	1.2315	508,144.58
6	625,785.00		625,785.00	1.2839	487,415.94
7	625,785.00		625,785.00	1.3385	467,532.88
8	625,785.00		625,785.00	1.3954	448,460.90
9	625,785.00		625,785.00	1.4547	430,166.93
10	625,785.00		625,785.00	1.5166	412,619.21
11	625,785.00		625,785.00	1.5811	395,787.32
12	625,785.00		625,785.00	1.6484	379,642.05
13	625,785.00		625,785.00	1.7185	364,155.38
14	625,785.00		625,785.00	1.7915	349,300.46
15	625,785.00		625,785.00	1.8677	335,051.52
16	625,785.00		625,785.00	1.9472	321,383.83
17	625,785.00		625,785.00	2.0300	308,273.68
18	625,785.00	15,000,000.00	15,625,785.00	2.1163	7,383,556.07
				Total	14,849,558.25

Entonces comparamos el valor presente de los flujos futuros frente al valor nominal del bono:

- Valor presente – valor nominal = ¿ ?

Reemplazando obtenemos que:

- $14'849,558.25 - 15'000,000.00 = - 150,441.75.$

con lo cual bajo los supuestos anteriormente señalados, la inversión en estos bonos representa una pérdida para los inversionistas de US\$ 150,441.75.

## XI. Ransa - Segunda Emisión

En octubre de 2001 Ransa colocó bonos por US\$. 3'000,000 denominados "Bonos Corporativos Ransa – Segunda Emisión". El interés de los bonos se estableció en una tasa nominal anual de 10.375%, por un plazo de 3 años y cupones semestrales.

Entonces tenemos que:

- Valor nominal del bono: US\$. 3'000,000
- Cupón: semestral
- Tasa de interés: 10.375 %, que equivale a 5.1875% semestral.
- Plazo: 3 años, que equivalen a 6 semestres.

La TIPMN al 01 de octubre de 2001 era 6.45% anual, a efectos de determinar una tasa en dólares equivalente, utilizaremos la depreciación del último año.

El tipo de cambio de venta al 02/10/00 era de S/. 3.51 por dólar, mientras que al 28/09/01 el tipo de cambio de venta era de S/. 3.485 por dólar, con lo cual la depreciación era de -0.00712251 % anual.

El cálculo de la depreciación se aprecia a continuación, donde Tf es el tipo de cambio al final del período y Ts es el tipo de cambio al inicio del período:

- $T_f = T_s (1 + \text{Depreciación})$
- $\text{Depreciación} = (T_f/T_s) - 1$
- $\text{Depreciación} = (3.485 / 3.51) - 1$
- $\text{Depreciación} = -0.00712251$
- $\text{Depreciación} = 0.712251\%$

Calculada la depreciación, consideramos que la misma es la depreciación de equilibrio o variación en el tipo de cambio, que iguala las tasas de interés de diferentes monedas, entonces:

$$\text{Depreciación} = (\text{Tasa S/.} - \text{Tasa \$}) / (1 + \text{Tasa \$})$$

Despejando tenemos que:

- $\text{Depreciación} (1 + \text{Tasa \$}) = \text{Tasa S/.} - \text{Tasa \$}$
- $\text{Tasa S/.} = \text{Depreciación} (1 + \text{Tasa \$}) + \text{Tasa \$}$
- $\text{Tasa S/.} = \text{Depreciación} + (\text{Depreciación})(\text{Tasa \$}) + \text{Tasa \$}$
- $\text{Tasa S/.} - \text{Depreciación} = (\text{Depreciación}) (\text{Tasa \$}) + \text{Tasa \$}$
- $\text{Tasa S/.} - \text{Depreciación} = \text{Tasa \$} (\text{Depreciación} + 1)$
- $\text{Tasa \$} = (\text{Tasa S/.} - \text{Depreciación}) / (1 + \text{Depreciación})$

Reemplazando obtenemos la tasa equivalente:

- $\text{Tasa \$} = ((0.0645) - (-0.00712251)) / (1 + (-0.00712251))$
- $\text{Tasa \$} = 0.072136298$

- Tasa \$ = 7.2136298%

Esta tasa del 7.2136298% es superior a la TIPMEX al 1 de octubre de 2001 de 2.93% anual, por lo que se va a trabajar con la primera como costo de oportunidad por ser mayor.

De la tasa anual de 7.2136298%, calculamos su equivalente semestral que es igual a:

$$(1 + 0.072136298)^{(1/2)} - 1 = 0.035440147 = 3.5440147\% \text{ semestral.}$$

Esta tasa será utilizada como costo de oportunidad o tasa descuento para traer al valor presente los flujos generados por el bono, dado que los flujos del mismo son semestrales.

Ahora traemos al presente los flujos futuros del bono, utilizando la tasa semestral, como se aprecia en el siguiente cuadro:

Período	Cupón	Principal	Total Nominal	Factor descuento	Valor Presente
1	155,625.00		155,625.00	1.0354	150,298.40
2	155,625.00		155,625.00	1.0721	145,154.12
3	155,625.00		155,625.00	1.1101	140,185.91
4	155,625.00		155,625.00	1.1495	135,387.75
5	155,625.00		155,625.00	1.1902	130,753.81
6	155,625.00	3,000,000.00	3,155,625.00	1.2324	2,560,562.55
				Total	3,262,342.54

Entonces comparamos el valor presente de los flujos futuros frente al valor nominal del bono:

$$\text{Valor presente} - \text{valor nominal} = ?$$

Reemplazando obtenemos que:

$$3'262,342.54 - 3'000,000.00 = 262,342.54.$$

con lo cual bajo los supuestos anteriormente señalados, la inversión en estos bonos representa un beneficio para los inversionistas de US\$ 262,342.54.

## **XII. Southern Peru Cooper Corporation: Primer Programa – Segunda Emisión**

En diciembre de 2001 Southern Peru Cooper Corporation colocó bonos por US\$. 73'100,000 denominados "Bonos Southern Peru – Segunda Emisión del Primer Programa". El interés de los bonos se estableció en una tasa libor + 3.0%, por un plazo de 7 años y cupones trimestrales. El principal será devuelto a partir del cuarto año a

razón de 3.57142857 del valor nominal inicial de los bonos.

Entonces tenemos que:

- Valor nominal del bono: US\$. 73'100,000
- Cupón: trimestral
- Tasa de interés: Libor + 3.0 %, que equivale a Libor + 0.075% trimestral.
- Plazo: 7 años, que equivalen a 28 trimestres.

Se tomará como supuesto una tasa libor de 4% anual.

La TIPMN al 01 de diciembre de 2001 era 5.55% anual, a efectos de determinar una tasa en dólares equivalente, utilizaremos la depreciación del último año.

El tipo de cambio de venta al 01/12/00 era de S/. 3.531 por dólar, mientras que al 30/11/01 el tipo de cambio de venta era de S/. 3.435 por dólar, con lo cual la depreciación era de -2.71877 % anual.

El cálculo de la depreciación se aprecia a continuación, donde Tf es el tipo de cambio al final del período y Ts es el tipo de cambio al inicio del período:

- $T_f = T_s (1 + \text{Depreciación})$
- $\text{Depreciación} = (T_f/T_s) - 1$
- $\text{Depreciación} = (3.435 / 3.531) - 1$
- $\text{Depreciación} = -0.02718777$
- $\text{Depreciación} = -2.71877\%$

Calculada la depreciación, consideramos que la misma es la depreciación de equilibrio o variación en el tipo de cambio, que iguala las tasas de interés de diferentes monedas, entonces:

$$\text{Depreciación} = (\text{Tasa S/.} - \text{Tasa \$}) / (1 + \text{Tasa \$})$$

Despejando tenemos que:

- $\text{Depreciación} (1 + \text{Tasa \$}) = \text{Tasa S/.} - \text{Tasa \$}$
- $\text{Tasa S/.} = \text{Depreciación} (1 + \text{Tasa \$}) + \text{Tasa \$}$
- $\text{Tasa S/.} = \text{Depreciación} + (\text{Depreciación})(\text{Tasa \$}) + \text{Tasa \$}$
- $\text{Tasa S/.} - \text{Depreciación} = (\text{Depreciación}) (\text{Tasa \$}) + \text{Tasa \$}$
- $\text{Tasa S/.} - \text{Depreciación} = \text{Tasa \$} (\text{Depreciación} + 1)$
- $\text{Tasa \$} = (\text{Tasa S/.} - \text{Depreciación}) / (1 + \text{Depreciación})$

Reemplazando obtenemos la tasa equivalente:

- $\text{Tasa \$} = ((0.0555) - (-0.02718777)) / (1 + (-0.02718777))$
- $\text{Tasa \$} = 0.08499869$
- $\text{Tasa \$} = 8.499869\%$

## Reflexiones sobre la transparencia en la información en el mercado primario de bonos corporativos

Esta tasa del 8.499869% es superior a la TIPMEX al 1 de diciembre de 2001 de 2.44% anual, por lo que se va a trabajar con la primera como costo de oportunidad por ser mayor.

De la tasa anual de 8.499869%, calculamos su equivalente semestral que es igual a:

$$(1 + 0.08499869)^{(1/4)} - 1 = 0.020604088 = 2.0604088\% \text{ trimestral.}$$

Esta tasa será utilizada como costo de oportunidad o tasa de descuento para traer al valor presente de los flujos generados por el bono, dado que los flujos del mismo son trimestrales.

Ahora traemos al presente los flujos futuros del bono, utilizando la tasa trimestral, como se aprecia en el siguiente cuadro:

Período	Cupón	Principal	Total Nominal	Factor descuento	Valor Presente
1	1,279,250.00		1,279,250.00	1.0206	1,253,424.33
2	1,279,250.00		1,279,250.00	1.0416	1,228,120.04
3	1,279,250.00		1,279,250.00	1.0631	1,203,326.60
4	1,279,250.00		1,279,250.00	1.0850	1,179,033.68
5	1,279,250.00		1,279,250.00	1.1074	1,155,231.20
6	1,279,250.00		1,279,250.00	1.1302	1,131,909.24
7	1,279,250.00		1,279,250.00	1.1535	1,109,058.11
8	1,279,250.00		1,279,250.00	1.1772	1,086,668.30
9	1,279,250.00		1,279,250.00	1.2015	1,064,730.50
10	1,279,250.00		1,279,250.00	1.2262	1,043,235.58
11	1,279,250.00		1,279,250.00	1.2515	1,022,174.61
12	1,279,250.00		1,279,250.00	1.2773	1,001,538.81
13	1,279,250.00		1,279,250.00	1.3036	981,319.62
14	1,279,250.00		1,279,250.00	1.3305	961,508.61
15	1,279,250.00		1,279,250.00	1.3579	942,097.55
16	1,279,250.00		1,279,250.00	1.3859	923,078.36
17	1,279,250.00	2,610,714.28	3,889,964.28	1.4144	2,750,245.45
18	1,233,562.50	2,610,714.28	3,844,276.78	1.4435	2,663,073.71
19	1,187,875.00	2,610,714.28	3,798,589.28	1.4733	2,578,300.74
20	1,142,187.50	2,610,714.28	3,752,901.78	1.5036	2,495,865.22
21	1,096,500.00	2,610,714.28	3,707,214.28	1.5346	2,415,707.33
22	1,050,812.50	2,610,714.28	3,661,526.78	1.5662	2,337,768.70
23	1,005,125.00	2,610,714.28	3,615,839.28	1.5985	2,261,992.39
24	959,437.50	2,610,714.28	3,570,151.78	1.6315	2,188,322.86
25	913,750.00	2,610,714.28	3,524,464.28	1.6651	2,116,705.94
26	868,062.50	2,610,714.28	3,478,776.78	1.6994	2,047,088.76
27	822,375.00	2,610,714.28	3,433,089.28	1.7344	1,979,419.78
28	776,687.50	44,382,142.87	45,158,830.37	1.7701	25,511,628.86
				Total	68,632,574.86

Entonces comparamos el valor presente de los flujos futuros frente al valor nominal del bono:

Valor presente – valor nominal = ¿ ?

Reemplazando obtenemos que:

$68'632,574.86 - 73'100,000.00 = - 4'467,425.14.$

con lo cual bajo los supuestos anteriormente señalados, la inversión en estos bonos representa una pérdida para los inversionistas de US\$ 4'467,425.14.





# CAPÍTULO II: LOS MERCADOS FINANCIEROS Y EL VALOR DE LOS BONOS

## DEL DERECHO DEL COMERCIANTE AL DERECHO DEL MERCADO

La “constitucionalización” del Derecho del Mercado ha sido un largo proceso histórico, el mismo que aún se encuentra en una etapa de consolidación en lo que corresponde al mercado de bienes, mientras que el mercado de capitales aún se encuentra ausente del texto constitucional.

La evolución del Derecho del Mercado, tiene su antecedente en el Derecho Mercantil o Comercial, el mismo que durante su evolución en el tiempo se ha ido nutriendo de los cambios ideológicos que han caracterizado a las diferentes épocas, este cambio en el pensamiento imperante de las sociedades ha ido de la mano de los cambios en los procesos económicos, y por consiguiente de su regulación.

Rodrigo Uría y Aurelio Menéndez (7) señalan que en la época del imperio romano, el

derecho mercantil estaba inmerso en el derecho civil; y en la medida en que la realidad fue cambiando se fue separando el derecho mercantil del derecho civil, para suplir las nuevas necesidades que se presentaban.

En la Baja Edad Media, siglo XII, se produjo una transformación económica en la que se pasó de una economía feudal a una economía de las ciudades, se crearon nuevos instrumentos jurídicos tales como sociedades mercantiles, la letra de cambio, el contrato de seguro y la quiebra, entre otros, época en la que el derecho mercantil se aplicaba a los comerciantes que se agrupaban en corporaciones.

Posteriormente, al aumentar la actividad comercial, y al tener por consiguiente más participantes, el derecho mercantil ya no se aplicaba sólo a los comerciantes (8), sino a todos aquellos que realizaban actos de comercio (9) (10), y el Estado en virtud a su "ius imperium" era quien expedía las autorizaciones para la constitución de sociedades mercantiles, creando monopolios, era la época del mercantilismo.

Producidas las revoluciones del siglo XVIII, el Derecho Comercial se impregnó de la nueva ideología de la revolución francesa con sus principios de la libertad, igualdad y fraternidad, y de la revolución americana, se suprimieron las corporaciones, y se eliminaron las autorizaciones estatales para la constitución de las sociedades mercantiles, privilegiándose la autonomía de la voluntad.

En la época contemporánea la globalización de la economía y la creación de nuevos instrumentos jurídicos tales como el leasing, los swaps, entre otros, provenientes de la influencia anglosajona, así como los nuevos valores mobiliarios que representan activos financieros y que se ofrecen a los inversionistas, van delineando un nuevo Derecho Mercantil, que en la opinión de dichos autores podría denominarse "Derecho del Mercado".

En esta misma línea de ideas, Pinkas Flint (11) resalta la vinculación entre la economía de mercado y la libre competencia, y la necesidad del Estado de protegerla, es decir, regularla, con el objetivo de evitar los excesos por parte de los participantes en el mercado, para facilitar el buen funcionamiento del mismo.

## **CONCEPTO DE MERCADO**

Un mercado es el encuentro de ofertantes y demandantes. En tal sentido, existe un mercado de bienes, de divisas, de trabajo, de servicios y también de activos o instrumentos financieros (12).

## **MERCADO EFICIENTE**

La "Teoría del Mercado Eficiente" va a señalar que la eficiencia va a ser medida en función al conjunto de información que se disponga para la toma de decisiones por parte

del inversionista, en consecuencia se presenta:

- Forma débil de la eficiencia (si se cuenta sólo con la información histórica de los precios de los valores).
- Forma semifuerte de la eficiencia (si adicionalmente se cuenta con información que esté públicamente disponible).
- Forma fuerte de la eficiencia (si se incluye la información disponible para el personal interno).

A mayor información, menor riesgo. A menor riesgo, mayor valor del instrumento financiero, debido a una tasa de descuento menor.

## LOS MERCADOS FINANCIEROS

Un mercado financiero está constituido por el encuentro de ofertantes y demandantes de instrumentos financieros, y presenta las siguientes características:

- Permite la transferencia de fondos, transferencia que se realiza desde los que tienen fondos excedentes, hacia los que requieren fondos para desarrollar proyectos.
- Permite la redistribución del riesgo, en la medida en que permite que participen una serie de inversores, distribuyendo el riesgo entre todos los participantes.
- Determina el precio y el rendimiento, en consideración a que convergen los demandantes y ofertantes, fijándose así el precio y el rendimiento de los instrumentos financieros.
- Proporciona liquidez, en la medida que permiten su intercambio por dinero, de quienes tienen excedentes hacia quienes lo necesitan para realizar proyectos. Esta característica está vinculada a la transferencia de fondos.
- Reduce los costos de:
  - Búsqueda, en la medida que se cuenta con mecanismos centralizados de negociación, donde se encuentran ofertantes y demandantes. Se ahorran costos en tanto no se pierden recursos en identificar a los demandantes y ofertantes.
  - Información, en tanto se respeten las reglas de transparencia en el mercado, lo cual es responsabilidad de las entidades reguladoras de los mecanismos centralizados de negociación.

## CLASIFICACIÓN DE LOS MERCADOS FINANCIEROS

Los mercados financieros pueden ser clasificados de la siguientes manera:

**En función del plazo:**

- Mercado de dinero o de corto plazo, por ejemplo, los créditos bancarios.
- Mercado de capitales o de largo plazo, por ejemplo, los bonos, acciones.

**En función de la entrega:**

- Mercado spot o al contado, es decir, contrato y recibo en el momento el instrumento financiero.
- Mercado a plazo o a futuro, el resultado del instrumento financiero va a ser recibido en el futuro, en el plazo previamente fijado.

**En función de la emisión:**

- Mercado primario, cuando corresponde a la primera emisión del instrumento financiero.
- Mercado secundario, cuando luego de su emisión, es transferido el instrumento financiero.

**En función de la obligación:**

- Mercado de deuda, como es el caso de papeles comerciales o bonos.
- Mercado de acciones, se transmite un instrumento financiero que representa la propiedad sobre una parte alícuota de una sociedad.

**En función del ámbito geográfico:**

- Mercado local, es el que corresponde al ámbito de un determinado país.
- Mercado internacional, es el que corresponde al ámbito de varios países, y que hace referencia usualmente a un país diferente al que corresponde el emisor.

**En función del mecanismo centralizado de negociación:**

- Mercado bursátil, si se cotizan en la bolsa de valores, y su transferencia se realiza a través de dicho mecanismo centralizado de negociación (13)(14).
- Mercado extra bursátil, si la transferencia de los instrumentos financieros se realiza fuera del mecanismo centralizado de negociación de la bolsa de valores.

**En función de la oferta:**

- Oferta Pública, si está dirigida al público en general.
- Oferta Privada, si está dirigida a los inversionistas institucionales.

## DEFINICIÓN DE ACTIVOS O INSTRUMENTOS FINANCIEROS

Un activo financiero a diferencia de un activo real es inmaterial, representa un derecho sobre un activo real o sobre el patrimonio o los flujos futuros que genere el mismo (15).

## CARACTERÍSTICAS DE LOS ACTIVOS FINANCIEROS

Los activos financieros presentan las siguientes características:

- La madurez representa la vigencia del activo financiero, así va a estar dada por la fecha de vencimiento.
- La liquidez representa la capacidad de intercambiarse, así el activo más líquido va a ser el dinero.
- El riesgo representa la incertidumbre propia del futuro de sufrir un daño, por lo que el riesgo será permanente.
- El rendimiento va a estar dado por el conjunto de ingresos que genera el instrumento financiero.
- La retribución va a estar dada por el valor de mercado del instrumento financiero, por lo que va a variar en función de la prima de riesgo que el mercado le aplique.
- La divisibilidad representa la posibilidad de fragmentar el valor sin que pierda su naturaleza de activo financiero.
- La tributabilidad viene dada por el efecto tributario sobre el activo financiero.

La emisión de bonos es posible en la medida en que exista una demanda de tales. A continuación se aprecia la demanda de bonos que existía al momento de la colocación de los bonos corporativos, tomando como referencia a los mayores inversionistas institucionales que son las Administradoras de Fondos de Pensiones (16), las cuales tienen limitaciones para sus inversiones que son fijadas por el Banco Central de Reserva del Perú.

El Directorio del Banco Central de Reserva del Perú (17), mediante Circular N° 018-00-EF/90 del 26 de mayo de 2000, vigente hasta el 2 de julio de 2001, fecha en la que se aprobó la Circular N° 19-2001-EF/90 vigente hasta el 06 de diciembre de 2001, posteriormente modificada el 02 de junio de 2003 mediante Circular N° 16-03-EF/90, ha establecido en su literal "h" como límite individual el porcentaje del 40% para invertir en bonos emitidos por personas jurídicas de derecho privado que no pertenecen al sistema financiero, es decir, bonos corporativos.

## Reflexiones sobre la transparencia en la información en el mercado primario de bonos corporativos

En los siguientes dos cuadros se aprecia como el porcentaje de inversión en bonos corporativos está por debajo del límite del 40%, el primer cuadro muestra la inversión en bonos corporativos que existía el 2001 en las carteras de inversión de las administradoras de fondos de pensiones, mientras que en el segundo cuadro se aprecia los límites máximos permitidos para invertir en bonos corporativos, destacándose que existía un amplio margen para invertir en los mismos, que al ser superior en un 50% representaba que la inversión podía ser duplicada, lo cual favorecía la emisión de bonos corporativos.

Inversión en bonos en las carteras de las AFP's:

Mes	Horizonte	Integra	Unión Vida	Profuturo	Total Bonos ENF	Porcentaje del total de la cartera
Enero	468 274,79	492 494,27	509 291,72	256 092,09	1 726 152,87	16,76
Febrero	483 341,20	517 221,04	551 357,38	281 812,01	1 833 731,63	17,50
Marzo	486 845,92	520 864,64	554 166,77	284 900,26	1 846 777,59	17,39
Abril	492 704,61	524 122,00	558 366,60	287 943,52	1 863 136,73	17,37
Mayo	519 728,73	543 839,75	559 724,69	297 356,47	1 920 649,63	17,34
Junio	484 850,45	528 955,91	560 032,42	276 102,34	1 849 941,11	16,47
Julio	446 851,57	477 931,92	533 767,32	252 488,52	1 711 039,33	15,13
Agosto	418 687,51	468 743,23	519 805,80	241 816,13	1 649 052,67	14,01
Septiembre	407 661,81	455 278,65	497 887,81	234 249,24	1 595 077,51	13,53
Octubre	407 557,68	411 998,66	458 517,39	196 409,25	1 474 482,98	12,52
Noviembre	409 230,63	417 368,52	448 923,21	199 494,38	1 475 016,74	12,17
Diciembre	538 254,75	509 794,90	459 967,39	201 982,73	1 709 999,78	13,72

Margen (diferencia) que permitía seguir invirtiendo en bonos corporativos:

	Total Cartera	40% del total de la cartera	Total Bonos ENF	Porcentaje del total de la cartera	Diferencia	Diferencia en porcentaje
Enero	10 298	4 119	1 726 152,87	16,76	2 393	58,10

**CAPÍTULO II: LOS MERCADOS FINANCIEROS Y EL VALOR DE LOS BONOS**

	<b>Total Cartera</b>	<b>40% del total de la cartera</b>	<b>Total Bonos ENF</b>	<b>Porcentaje del total de la cartera</b>	<b>Diferencia</b>	<b>Diferencia en porcentaje</b>
	259,42	303,77			150,90	
Febrero	10 478 842,21	4 191 536,88	1 833 731,63	17,50	2 357 805,26	56,25
Marzo	10 622 677,10	4 249 070,84	1 846 777,59	17,39	2 402 293,24	56,54
Abril	10 727 879,60	4 291 151,84	1 863 136,73	17,37	2 428 015,11	56,58
Mayo	11 077 019,58	4 430 807,83	1 920 649,63	17,34	2 510 158,20	56,65
Junio	11 235 469,60	4 494 187,84	1 849 941,11	16,47	2 644 246,73	58,84
Julio	11 311 820,16	4 524 728,07	1 711 039,33	15,13	2 813 688,74	62,18
Agosto	11 771 268,22	4 708 507,29	1 649 052,67	14,01	3 059 454,62	64,98
Septiembre	11 791 799,50	4 716 719,80	1 595 077,51	13,53	3 121 642,29	66,18
Octubre	11 779 635,02	4 711 854,01	1 474 482,98	12,52	3 237 371,03	68,71
Noviembre	12 120 901,16	4 848 360,46	1 475 016,74	12,17	3 373 343,73	69,58
Diciembre	12 467 191,15	4 986 876,46	1 709 999,78	13,72	3 276 876,68	65,71

El siguiente cuadro muestra las seis emisiones en soles que vencieron el año 2003 y que se colocaron el año 2001:

<b>EMISIONES EN SOLES</b>				
Emisor	Emisión	Importe	Fecha de Colocación	Plazo
Edegel	Primer Programa	35'000,000	21/08/2001	2 años
	Quinta Emisión			
Luz del Sur	Primer Programa	53'940,000	08/05/2001	2 años
	Tercera Emisión			
Telefónica del Perú	Primer Programa	50'000,000	26/02/2001	2 años
	Sexta Emisión			
	Primer Programa	66'000,000	18/06/2001	2 años
	Séptima Emisión			
	Segundo Programa	55'000,000	10/12/2001	2 años
	Segunda Emisión			
Unión de Cervecerías Peruanas Backus & Johnston	Primer Programa	52'800,000	08/01/2001	2 años
	Cuarta Emisión			

Los resultados de la valorización de los seis bonos que vencieron el 2003 presentaron una ganancia para los inversionistas, como se aprecia en el siguiente cuadro:



<b>EMISIONES EN SOLES</b>				
Emisor	Emisión	Importe	Valorización de los flujos futuros	Ganancia sobre el costo de oportunidad
Edegel	Primer Programa	35'000,000	37'414,886.80	2'414,886.80
	Quinta Emisión			
Luz del Sur	Primer Programa	53'940,000	59'304,363.75	5'364,363.75
	Tercera Emisión			
Telefónica del Perú	Primer Programa	50'000,000	53'823,758.34	3'823,758.34
	Sexta Emisión			
	Primer Programa	66'000,000	71'309,951.95	5'309,951.95
	Séptima Emisión			
	Segundo Programa	55'000,000	57'082,966.29	2'082,956.29
	Segunda Emisión			
Unión de Cervecerías Peruanas Backus & Johnston	Primer Programa	52'800,000	57'321,177.41	4'521,177.41
	Cuarta Emisión			
<b>TOTAL</b>		<b>312'740,000</b>	<b>336'257,104.54</b>	<b>23'517,104.54</b>

El cálculo de cada uno de las emisiones se presenta a continuación:

## **I. Edegel - Primer Programa – Quinta Emisión:**

En agosto de 2001 Edegel colocó bonos por S/. 35'000,000 denominados “Bonos Edegel – Quinta Emisión – Serie A”. El interés de los bonos se estableció en una tasa de interés de 11.50 % nominal anual, por un plazo de 2 años y cupones semestrales.

Entonces tenemos que:

- Valor nominal del bono: S/. 35'000,000

- Cupón: semestral
- Tasa de interés: 11.50 %, que equivale a 5.75% semestral.
- Plazo: 2 años, que equivalen a 4 semestres.

Si consideramos una tasa de descuento del 4% anual en dólares (al 01 de agosto del 2001 la TIPMEX era del 3.47%), como costo de oportunidad del inversionista, que lo empleamos para traer al presente los flujos generados por el bono, tenemos que determinar el equivalente de esa tasa en soles, para lo cual se va a considerar una depreciación (18) de  $-0.627317\%$  del último año, dado que el tipo de cambio de venta al 02/10/00 era de S/. 3.507 por dólar, mientras que al 28/09/01 el tipo de cambio de venta era de S/. 3.485 por dólar, con lo cual la depreciación era de  $-0.627317\%$  anual.

El cálculo de la depreciación se aprecia a continuación, donde  $T_f$  es el tipo de cambio al final del período y  $T_s$  es el tipo de cambio al inicio del período:

- $T_f = T_s (1 + \text{Depreciación})$
- $\text{Depreciación} = (T_f/T_s) - 1$
- $\text{Depreciación} = (3.485 / 3.507) - 1$
- $\text{Depreciación} = -0.00627317$
- $\text{Depreciación} = -0.627317\%$

Calculada la depreciación, consideramos que la misma es la depreciación de equilibrio o variación en el tipo de cambio, que iguala las tasas de interés de diferentes monedas, entonces:

$$\text{Depreciación} = (\text{Tasa S/.} - \text{Tasa \$}) / (1 + \text{Tasa \$})$$

Despejando tenemos que:

- $\text{Depreciación} (1 + \text{Tasa \$}) = \text{Tasa S/.} - \text{Tasa \$}$
- $\text{Tasa S/.} = \text{Depreciación} (1 + \text{Tasa \$}) + \text{Tasa \$}$

Reemplazando obtenemos la tasa equivalente en soles a la de dólares que tenemos como costo de oportunidad:

- $\text{Tasa S/.} = (-0.00627317) (1+0.04) + (0.04)$
- $\text{Tasa S/.} = 0.033475903$
- $\text{Tasa S/.} = 3.3475903\%$

Esta tasa del 3.3475903% es inferior a la TIPMN que al 1 de agosto de 2001 era 7.86% anual, por lo que se va a trabajar con esta última como costo de oportunidad por ser mayor.

De la tasa anual de 7.86%, calculamos su equivalente semestral que es igual a:

$$(1 + 0.0786)^{(1/2)} - 1 = 0.039134255 \text{ semestral}$$

Esta tasa será utilizada como costo de oportunidad o tasa de descuento para traer al

valor presente los flujos generados por el bono, dado que los flujos del mismo son semestrales.

Ahora traemos al presente los flujos futuros del bono, utilizando la tasa semestral, como se aprecia en el siguiente cuadro:

Período	Cupón	Principal	Total Nominal	Factor descuento	Valor Presente
1	2,012,500.00		2,012,500.00	1.0386	1,937,785.41
2	2,012,500.00		2,012,500.00	1.0786	1,865,844.61
3	2,012,500.00		2,012,500.00	1.1202	1,796,574.64
4	2,012,500.00	35,000,000.00	37,012,500.00	1.1634	31,814,682.13
				Total	37,414,886.80

Entonces comparamos el valor presente de los flujos futuros frente al valor nominal del bono:

Valor presente – valor nominal = ¿ ?

Reemplazando obtenemos que:

$37'414,886.80 - 35'000,000.00 = 2'414,886.80.$

con lo cual bajo los supuestos anteriormente señalados, la inversión en estos bonos representaba una ganancia para los inversionistas de S/. 2'414,886.80.

## II. Luz del Sur - Tercera Emisión:

En mayo de 2001 Luz del Sur colocó bonos por S/. 53'940,000 denominados "Bonos Luz del Sur – Tercera Emisión – Serie A". El interés de los bonos se estableció en una tasa nominal anual de 13.50 %, por un plazo de 2 años y cupones semestrales.

Entonces tenemos que:

- Valor nominal del bono: S/. 53'940,000
- Cupón: semestral
- Tasa de interés: 13.50 %, que equivale a 6.75% semestral.
- Plazo: 2 años, que equivalen a 4 semestres.

Si consideramos una tasa de descuento del 4% anual en dólares (al 1 de mayo del 2001 la TIPMEX era del 3.82%), como costo de oportunidad del inversionista, que lo empleamos para traer al presente los flujos generados por el bono, tenemos que determinar el equivalente de esa tasa en soles, para lo cual se va a considerar como supuesto una depreciación de 3.306498% del último año, dado que el tipo de cambio de venta al 03/05/00 era de S/. 3.478 por dólar, mientras que al 30/04/01 el tipo de cambio de venta era de S/. 3.593 por dólar, con lo cual la depreciación era de 3.306498 % anual.

El cálculo de la depreciación se aprecia a continuación, donde Tf es el tipo de cambio al final del período y Ts es el tipo de cambio al inicio del período:

- $T_f = T_s (1 + \text{Depreciación})$
- $\text{Depreciación} = (T_f/T_s) - 1$
- $\text{Depreciación} = (3.593 / 3.478) - 1$
- $\text{Depreciación} = 0.03306498$
- $\text{Depreciación} = 3.306498\%$

Calculada la depreciación, consideramos que la misma es la depreciación de equilibrio o variación en el tipo de cambio que iguala las tasas de interés de diferentes monedas, entonces:

$$\text{Depreciación} = (\text{Tasa S/.} - \text{Tasa \$}) / (1 + \text{Tasa \$})$$

Despejando tenemos que:

- $\text{Depreciación} (1 + \text{Tasa \$}) = \text{Tasa S/.} - \text{Tasa \$}$
- $\text{Tasa S/.} = \text{Depreciación} (1 + \text{Tasa \$}) + \text{Tasa \$}$

Reemplazando obtenemos la tasa equivalente en soles a la de dólares que tenemos como costo de oportunidad:

- $\text{Tasa S/.} = (0,03306498)(1+0,04) + (0,04)$
- $\text{Tasa S/.} = 0.07438758$
- $\text{Tasa S/.} = 7.438758\%$

Esta tasa del 7.44% es inferior a la TIPMN al 1 de mayo de 2001 de 8.18% anual, por lo que se va a trabajar con la última como costo de oportunidad por ser mayor.

De la tasa anual de 8.18%, calculamos su equivalente semestral que es igual a:

$$(1 + 0.0818)^{(1/2)} - 1 = 0.0401 = 4.01\% \text{ semestral.}$$

Esta tasa será utilizada como coste de oportunidad o tasa de descuento para traer al valor presente los flujos generados por el bono, dado que los flujos del mismo son semestrales.

Ahora traemos al presente los flujos futuros del bono, utilizando la tasa semestral, como se aprecia en el siguiente cuadro:

Período	Cupón	Principal	Total Nominal	Factor descuento	Valor Presente
1	3,640,950.00		3,640,950.00	1.0401	3,500,589.83
2	3,640,950.00		3,640,950.00	1.0818	3,365,640.60
3	3,640,950.00		3,640,950.00	1.1252	3,235,893.72
4	3,640,950.00	53,940,000.00	57,580,950.00	1.1703	49,202,239.61
				Total	59,304,363.75

Entonces comparamos el valor presente de los flujos futuros frente al valor nominal del bono:

Valor presente – valor nominal = ¿ ?

Reemplazando obtenemos que:

$59'304,363.75 - 53'940,000.00 = 5'364,363.75$ .

con lo cual bajo los supuestos anteriormente señalados, la inversión en estos bonos representaba una ganancia para los inversionistas de S/. 5'364,363.75.

### III. Telefónica del Perú - Primer Programa - Sexta Emisión:

En febrero de 2001 Telefónica del Perú colocó bonos por S/. 50'000,000 denominados "Primer Programa de Bonos Telefónica del Perú – Sexta Emisión". El interés de los bonos se estableció en una tasa nominal anual de 12.6875 %, por un plazo de 2 años y cupones semestrales.

Entonces tenemos que:

- Valor nominal del bono: S/. 50'000,000
- Cupón: semestral
- Tasa de interés: 12.6875 %, que equivale a 6.34375% semestral.
- Plazo: 2 años, que equivalen a 4 semestres.

Si consideramos una tasa de descuento del 4.5% anual en dólares (al 1 de febrero del 2001 la TIPMEX era del 4.38%), como costo de oportunidad del inversionista, que lo empleamos para traer al presente los flujos generados por el bono, tenemos que determinar el equivalente de esa tasa en soles, para lo cual se va a considerar como supuesto una depreciación de 1.28866% del último año, dado que el tipo de cambio de venta al 03/05/00 era de S/. 3.478 por dólar, mientras que al 30/04/01 el tipo de cambio de venta era de S/. 3.593 por dólar, con lo cual la depreciación era de 1.28866 % anual.

El cálculo de la depreciación se aprecia a continuación, donde  $T_f$  es el tipo de cambio al final del período y  $T_s$  es el tipo de cambio al inicio del período:

- $T_f = T_s (1 + \text{Depreciación})$
- $\text{Depreciación} = (T_f/T_s) - 1$
- $\text{Depreciación} = (3.536 / 3.492) - 1$
- $\text{Depreciación} = 0.0128866$
- $\text{Depreciación} = 1.28866\%$

Calculada la depreciación, consideramos que la misma es la depreciación de equilibrio o variación en el tipo de cambio, que iguala las tasa de interés de diferentes monedas, entonces:

$$\text{Depreciación} = (\text{Tasa S/.} - \text{Tasa \$}) / (1 + \text{Tasa \$})$$

Despejando tenemos que:

- Depreciación ( 1 + Tasa \$) = Tasa S/. - Tasa \$
- Tasa S/. = Depreciación (1 + Tasa \$) + Tasa \$

Reemplazando obtenemos la tasa equivalente en soles a la de dólares que tenemos como costo de oportunidad:

- Tasa S/. = (0, 0128866) (1+0,045) + (0,045)
- Tasa S/. = 0.0584665
- Tasa S/. = 5.84665 %

Esta tasa del 5.84665% es inferior a la TIPMN al 1 de febrero de 2001 de 8.63% anual, por lo que se va a trabajar con la última como costo de oportunidad por ser mayor.

De la tasa anual de 8.63%, calculamos su equivalente semestral que es igual a:

$$(1 + 0.0863) ^ (1/2) - 1 = 0.042257 = 4.2257\% \text{ semestral.}$$

Esta tasa será utilizada como costo de oportunidad o tasa de descuento para traer al valor presente los flujos generados por el bono, dado que los flujos del mismo son semestrales.

Ahora traemos al presente los flujos futuros del bono, utilizando la tasa semestral, como se aprecia en el siguiente cuadro:

Período	Cupón	Principal	Total Nominal	Factor descuento	Valor Presente
1	3,171,875.00		3,171,875.00	1.0423	3,043,274.83
2	3,171,875.00		3,171,875.00	1.0863	2,919,888.61
3	3,171,875.00		3,171,875.00	1.1322	2,801,504.95
4	3,171,875.00	50,000,000.00	53,171,875.00	1.1800	45,059,089.94
				Total	53,823,758.34

Entonces comparamos el valor presente de los flujos futuros frente al valor nominal del bono:

$$\text{Valor presente} - \text{valor nominal} = ?$$

Reemplazando obtenemos que:

$$53'823,758.34 - 50'000,000.00 = 3'823,758.34.$$

con lo cual bajo los supuestos anteriormente señalados, la inversión en estos bonos representaba una ganancia para los inversionistas de S/. 3'823,758.34.

## IV. TELEFÓNICA DEL PERÚ - PRIMER PROGRAMA - SÉPTIMA EMISIÓN:

En junio de 2001 Telefónica del Perú colocó bonos por S/. 66'000,000 denominados "Primer Programa de Bonos Telefónica del Perú – Séptima Emisión". El interés de los bonos se estableció en una tasa nominal anual de 12.625 %, por un plazo de 2 años y cupones semestrales.

Entonces tenemos que:

- Valor nominal del bono: S/. 66'000,000
- Cupón: semestral
- Tasa de interés: 12.625 %, que equivale a 6.3125% semestral.
- Plazo: 2 años, que equivalen a 4 semestres.

Si consideramos una tasa de descuento del 4% anual en dólares (al 1 de junio del 2001 la TIPMEX era del 3.67%), como costo de oportunidad del inversionista, que lo empleamos para traer al presente los flujos generados por el bono, tenemos que determinar el equivalente de esa tasa en soles, para lo cual se va a considerar como supuesto una depreciación de 3.10807% del último año, dado que el tipo de cambio de venta al 01/06/00 era de S/. 3.507 por dólar, mientras que al 31/05/01 el tipo de cambio de venta era de S/. 3.616 por dólar, con lo cual la depreciación era de 3.10807% anual.

El cálculo de la depreciación se aprecia a continuación, donde  $T_f$  es el tipo de cambio al final del período y  $T_s$  es el tipo de cambio al inicio del período:

- $T_f = T_s (1 + \text{Depreciación})$
- $\text{Depreciación} = (T_f/T_s) - 1$
- $\text{Depreciación} = (3.616 / 3.507) - 1$
- $\text{Depreciación} = 0.0310807$
- $\text{Depreciación} = 3.10807\%$

Calculada la depreciación, consideramos que la misma es la depreciación de equilibrio o variación en el tipo de cambio, que iguala las tasas de interés de diferentes monedas, entonces:

$$\text{Depreciación} = (\text{Tasa S/.} - \text{Tasa \$}) / (1 + \text{Tasa \$})$$

Despejando tenemos que:

- $\text{Depreciación} (1 + \text{Tasa \$}) = \text{Tasa S/.} - \text{Tasa \$}$
- $\text{Tasa S/.} = \text{Depreciación} (1 + \text{Tasa \$}) + \text{Tasa \$}$

Reemplazando obtenemos la tasa equivalente en soles a la de dólares que tenemos como costo de oportunidad:

- Tasa S/. =  $(0,0310807)(1+0,04) + (0,4)$
- Tasa S/. = 0.072323928
- Tasa S/. = 7.23 %

Esta tasa del 7.23% es inferior a la TIPMN al 1 de junio de 2001 de 8.35% anual, por lo que se va a trabajar con la última como costo de oportunidad por ser mayor.

De la tasa anual de 8.35%, calculamos su equivalente semestral que es igual a:

$$(1 + 0.0835)^{(1/2)} - 1 = 0.040913061 = 4.09\% \text{ semestral.}$$

Esta tasa será utilizada como costo de oportunidad o tasa de descuento para traer al valor presente los flujos generados por el bono, dado que los flujos del mismo son semestrales.

Ahora traemos al presente los flujos futuros del bono, utilizando la tasa semestral, como se aprecia en el siguiente cuadro:

Período	Cupón	Principal	Total Nominal	Factor descuento	Valor Presente
1	4,166,250.00		4,166,250.00	1.0409	4,002,495.65
2	4,166,250.00		4,166,250.00	1.0835	3,845,177.66
3	4,166,250.00		4,166,250.00	1.1278	3,694,043.06
4	4,166,250.00	66,000,000.00	70,166,250.00	1.1740	59,768,235.58
				Total	71,309,951.95

Entonces comparamos el valor presente de los flujos futuros frente al valor nominal del bono:

$$\text{Valor presente} - \text{valor nominal} = ?$$

Reemplazando obtenemos que:

$$71'309,951.95 - 66'000,000.00 = 5'309,951.95.$$

con lo cual bajo los supuestos anteriormente señalados, la inversión en estos bonos representa una pérdida para los inversionistas de S/. 5'309,951.95.

## **V. Telefónica del Perú - Segundo Programa - Segunda Emisión:**

En diciembre de 2001 Telefónica del Perú colocó bonos por S/. 55'000,000 denominados "Segundo Programa de Bonos Telefónica del Perú – Segunda Emisión". El interés de los bonos se estableció en una tasa nominal anual de 7.50 %, por un plazo de 2 años y



cupones semestrales.

Entonces tenemos que:

- Valor nominal del bono: S/. 55'000,000
- Cupón: semestral
- Tasa de interés: 7.50 %, que equivale a 3.75% semestral.
- Plazo: 2 años, que equivalen a 4 semestres.

Si consideramos una tasa de descuento del 3% anual en dólares (al 1 de diciembre del 2001 la TIPMEX era del 2.44%), como costo de oportunidad del inversionista, que lo empleamos para traer al presente los flujos generados por el bono, tenemos que determinar el equivalente de esa tasa en soles, para lo cual se va a considerar como supuesto una depreciación de menos 2.608449% del último año, 10% anual, dado que el tipo de cambio de venta al 31/12/00 era de S/. 3.527 por dólar, mientras que al 30/11/01 el tipo de cambio de venta era de S/. 3.435 por dólar, con lo cual la depreciación era de menos 2.608449% anual.

El cálculo de la depreciación se aprecia a continuación, donde Tf es el tipo de cambio al final del período y Ts es el tipo de cambio al inicio del período:

- $T_f = T_s (1 + \text{Depreciación})$
- $\text{Depreciación} = (T_f/T_s) - 1$
- $\text{Depreciación} = (3.435 / 3.527) - 1$
- $\text{Depreciación} = -0.02608449$
- $\text{Depreciación} = -2.608449\%$

Calculada la depreciación, consideramos que la misma es la depreciación de equilibrio o variación en el tipo de cambio, que iguala las tasa de interés de diferentes monedas, entonces:

$$\text{Depreciación} = (\text{Tasa S/.} - \text{Tasa \$}) / (1 + \text{Tasa \$})$$

Despejando tenemos que:

- $\text{Depreciación} (1 + \text{Tasa \$}) = \text{Tasa S/.} - \text{Tasa \$}$
- $\text{Tasa S/.} = \text{Depreciación} (1 + \text{Tasa \$}) + \text{Tasa \$}$

Reemplazando obtenemos la tasa equivalente en soles a la de dólares que tenemos como costo de oportunidad:

- $\text{Tasa S/.} = (-0, 02608449) (1+0,03) + (0,03)$
- $\text{Tasa S/.} = 0.003132975$
- $\text{Tasa S/.} = 0.3132975 \%$

Esta tasa del 0.3132975% es inferior a la TIPMN al 1 de diciembre de 2001 de 5.55% anual, por lo que se va a trabajar con la última como costo de oportunidad por ser mayor.

De la tasa anual de 5.55%, calculamos su equivalente semestral que es igual a:

$$(1 + 0.0555)^{(1/2)} - 1 = 0.027375297 = 2.7375297\% \text{ semestral.}$$

Esta tasa será utilizada como costo de oportunidad o tasa de descuento para traer al valor presente los flujos generados por el bono, dado que los flujos del mismo son semestrales.

Ahora traemos al presente los flujos futuros del bono, utilizando la tasa semestral, como se aprecia en el siguiente cuadro:

Período	Cupón	Principal	Total Nominal	Factor descuento	Valor Presente
1	3,750,000.00		3,750,000.00	1.0274	3,650,078.03
2	3,750,000.00		3,750,000.00	1.0555	3,552,818.57
3	3,750,000.00		3,750,000.00	1.0844	3,458,150.67
4	3,750,000.00	55,000,000.00	103,750,000.00	1.1141	93,126,145.98
				Total	57,321,177.41

Entonces comparamos el valor presente de los flujos futuros frente al valor nominal del bono:

$$\text{Valor presente} - \text{valor nominal} = ?$$

Reemplazando tenemos que:

$$57'082,966.29 - 55'000,000.00 = 2'082,956.29.$$

con lo cual bajo los supuestos anteriormente señalados, la inversión en estos bonos representa una ganancia para los inversionistas de S/. 2'082,956.29.

## **VI. Unión de Cervecerías Peruanas Backus & Johnston - Primer Programa – Cuarta Emisión:**

En enero de 2001 Unión de Cervecerías Peruanas Backus & Jhonston colocó bonos por S/. 52'800,000 denominados "Programa de Bonos Corporativos Backus – Cuarta Emisión – Serie A". El interés de los bonos se estableció en una tasa nominal anual de 13.78125 %, por un plazo de 2 años y cupones semestrales.

Entonces tenemos que:

- Valor nominal del bono: S/. 52'800,000
- Cupón: semestral
- Tasa de interés: 13.78125 %, que equivale a 6.890625% semestral.
- Plazo: 2 años, que equivalen a 4 semestres.

Si consideramos una tasa de descuento del 5% anual en dólares (al 1 de enero del 2001 la TIPMEX era del 4.62%), como costo de oportunidad del inversionista, que lo empleamos para traer al presente los flujos generados por el bono, tenemos que determinar el equivalente de esa tasa en soles, para lo cual se va a considerar como supuesto una depreciación de 0.455711% del último año, dado que el tipo de cambio de venta al 01/01/00 era de S/. 3.511 por dólar, mientras que al 31/12/01 el tipo de cambio de venta era de S/. 3.527 por dólar, con lo cual la depreciación era de 0.455711 % anual.

El cálculo de la depreciación se aprecia a continuación, donde Tf es el tipo de cambio al final del período y Ts es el tipo de cambio al inicio del período:

- $T_f = T_s (1 + \text{Depreciación})$
- $\text{Depreciación} = (T_f/T_s) - 1$
- $\text{Depreciación} = (3.527 / 3.511) - 1$
- $\text{Depreciación} = 0.00455711$
- $\text{Depreciación} = 0.455711\%$

Calculada la depreciación, consideramos que la misma es la depreciación de equilibrio o variación en el tipo de cambio, que iguala las tasas de interés de diferentes monedas, entonces:

$$\text{Depreciación} = (\text{Tasa S/.} - \text{Tasa \$}) / (1 + \text{Tasa \$})$$

Despejando tenemos que:

- $\text{Depreciación} (1 + \text{Tasa \$}) = \text{Tasa S/.} - \text{Tasa \$}$
- $\text{Tasa S/.} = \text{Depreciación} (1 + \text{Tasa \$}) + \text{Tasa \$}$

Reemplazando obtenemos que la tasa equivalente en soles a la de dólares que tenemos como costo de oportunidad:

- $\text{Tasa S/.} = (0,00455711)(1+0,05) + (0,05)$
- $\text{Tasa S/.} = 0.054784966$
- $\text{Tasa S/.} = 5.4784966 \%$

Esta tasa del 5.4784966% es inferior a la TIPMN al 1 de enero de 2001 de 9.21% anual, por lo que se va a trabajar con la última como costo de oportunidad por ser mayor.

De la tasa anual de 9.21%, calculamos su equivalente semestral que es igual a:

$$(1 + 0.0921)^{(1/2)} - 1 = 0.045035885 = 4.5035885\% \text{ semestral.}$$

Esta tasa será utilizada como costo de oportunidad o tasa de descuento para traer al valor presente los flujos futuros generados por el bono, dado que los flujos del mismo son semestrales.

Ahora traemos al presente los flujos futuros del bono, utilizando la tasa semestral, como se aprecia en el siguiente cuadro:

## Reflexiones sobre la transparencia en la información en el mercado primario de bonos corporativos

---

Período	Cupón	Principal	Total Nominal	Factor descuento	Valor Presente
1	3,638,250.00		3,638,250.00	1.0450	3,481,459.40
2	3,638,250.00		3,638,250.00	1.0921	3,331,425.69
3	3,638,250.00		3,638,250.00	1.1413	3,187,857.70
4	3,638,250.00	52,800,000.00	56,438,250.00	1.1927	47,320,434.62
				Total	57,321,177.41

Entonces comparamos el valor presente de los flujos futuros frente al valor nominal del bono:

Valor presente – valor nominal = ¿ ?

Reemplazando obtenemos que:

$57'321,177.41 - 52'800,000.00 = 4'521,177.41$ .

con lo cual bajo los supuestos anteriormente señalados, la inversión en estos bonos representa una ganancia para los inversionistas de S/. 4'521,177.41.

# CAPÍTULO III: VALORIZACIÓN DE BONOS 2002 - 2004

Durante el año 2002 se colocaron 19 emisiones de bonos corporativos de empresas no financieras, durante el año 2003 se colocaron 37 emisiones, y durante el año 2004 se colocaron 26 emisiones.

A continuación se presenta la valorización de 18 emisiones de bonos corporativos de empresas no financieras colocados durante los años 2002, 2003 y 2004, a razón de seis emisiones por años, tres en soles y tres en dólares, con datos tomados del anuario estadístico de Conasev respecto al mercado primario. Para efectos del cálculo se va a considerar que los cupones son anuales. Los datos de la TIPMN, de la TIPMEX y del tipo de cambio han sido tomados de la información de la página web de la Superintendencia de Banca y Seguros.

## I. BONOS COLOCADOS DURANTE EL AÑO 2002

### CONSORCIO AGUA AZUL

#### Emisión 1C

En enero de 2002 Consorcio Agua Azul colocó bonos por US\$. 9'000,000". El interés

de los bonos era equivalente a una tasa efectiva anual de 8.681%, por un plazo de 12 años.

Entonces tenemos que:

- Valor nominal del bono: US\$. 9'000,000
- Cupón: anual
- Tasa de interés: 8.681.
- Plazo: 12 años.

La TIPMN al 01 de enero de 2002 era 4.86% anual, a efectos de determinar una tasa en dólares equivalente, utilizaremos la depreciación del último año.

El tipo de cambio de venta al 02/01/01 era de S/. 3.523 por dólar, mientras que al 31/12/01 el tipo de cambio de venta era de S/. 3.446 por dólar, con lo cual la depreciación era de -2.1856 % anual.

El cálculo de la depreciación se aprecia a continuación, donde Tf es el tipo de cambio al final del período y Ts es el tipo de cambio al inicio del período:

- $T_f = T_s (1 + \text{Depreciación})$
- $\text{Depreciación} = (T_f/T_s) - 1$
- $\text{Depreciación} = (3.446/ 3.523) - 1$
- $\text{Depreciación} = -0.021856$
- $\text{Depreciación} = -2.1856\%$

Calculada la depreciación, consideramos que la misma es la depreciación de equilibrio o variación en el tipo de cambio, que iguala las tasas de interés de diferentes monedas, entonces:

$$\text{Depreciación} = (\text{Tasa S/.} - \text{Tasa \$}) / (1 + \text{Tasa \$})$$

Despejando tenemos que:

- $\text{Depreciación} (1 + \text{Tasa \$}) = \text{Tasa S/.} - \text{Tasa \$}$
- $\text{Tasa S/.} = \text{Depreciación} (1 + \text{Tasa \$}) + \text{Tasa \$}$
- $\text{Tasa S/.} = \text{Depreciación} + (\text{Depreciación})(\text{Tasa \$}) + \text{Tasa \$}$
- $\text{Tasa S/.} - \text{Depreciación} = (\text{Depreciación}) (\text{Tasa \$}) + \text{Tasa \$}$
- $\text{Tasa S/.} - \text{Depreciación} = \text{Tasa \$} (\text{Depreciación} + 1)$
- $\text{Tasa \$} = (\text{Tasa S/.} - \text{Depreciación}) / (1 + \text{Depreciación})$

Reemplazando obtenemos la tasa equivalente:

- $\text{Tasa \$} = ((0.0486) - (-0.021856)) / (1 + (-0.021856))$
- $\text{Tasa \$} = 0.072030$
- $\text{Tasa \$} = 7.2030\%$

Esta tasa del 7.20306% es superior a la TIPMEX al 1 de enero de 2002 de 2.10% anual, por lo que se va a trabajar con la primera como costo de oportunidad por ser mayor.

Esta tasa será utilizada como costo de oportunidad o tasa descuento para traer al valor presente los flujos generados por el bono.

Ahora traemos al presente los flujos futuros del bono, como se aprecia en el siguiente cuadro:

Período	Cupón	Principal	Total Nominal	Facto de descuento	Valor Presente
1	781,290.00		781,290.00	0.9328	728,794.43
2	781,290.00		781,290.00	0.8701	679,826.08
3	781,290.00		781,290.00	0.8117	634,147.95
4	781,290.00		781,290.00	0.7571	591,538.99
5	781,290.00		781,290.00	0.7063	551,792.95
6	781,290.00		781,290.00	0.6588	514,717.49
7	781,290.00		781,290.00	0.6145	480,133.16
8	781,290.00		781,290.00	0.5732	447,872.58
9	781,290.00		781,290.00	0.5347	417,779.62
10	781,290.00		781,290.00	0.4988	389,708.64
11	781,290.00		781,290.00	0.4653	363,523.77
12	781,290.00	9,000,000.00	9,781,290.00	0.4340	4,245,310.44
				Total	10,045,146.09

Entonces comparamos el valor presente de los flujos futuros frente al valor nominal del bono:

Valor presente – valor nominal = ¿ ?

Reemplazando obtenemos que:

$10'045,146.09 - 9'000,000.00 = 1'045,146.09.$

con lo cual bajo los supuestos anteriormente señalados, la inversión en estos bonos representa un beneficio para los inversionistas de US\$ 1'045,146.09.

## GLORIA

### Emisión 1P-3

En abril de 2002 Gloria colocó bonos por US\$. 15'000,000. El interés de los bonos era equivalente a una tasa efectiva anual de 7.641%, por un plazo de 3 años.

Entonces tenemos que:

- Valor nominal del bono : US\$. 15'000,000
- Cupón : anual
- Tasa de interés : 7.641.
- Plazo : 3 años.

La TIPMN al 01 de abril de 2002 era 3.59% anual, a efectos de determinar una tasa en dólares equivalente, utilizaremos la depreciación del último año.

El tipo de cambio de venta al 01/04/01 era de S/. 3.525 por dólar, mientras que al 27/03/02 el tipo de cambio de venta era de S/. 3.446 por dólar, con lo cual la depreciación era de -2.241135 % anual.

El cálculo de la depreciación se aprecia a continuación, donde Tf es el tipo de cambio al final del período y Ts es el tipo de cambio al inicio del período:

- $T_f = T_s (1 + \text{Depreciación})$
- $\text{Depreciación} = (T_f/T_s) - 1$
- $\text{Depreciación} = (3.446/ 3.525) - 1$
- $\text{Depreciación} = -0.02241135$
- $\text{Depreciación} = -2.241135\%$

Calculada la depreciación, consideramos que la misma es la depreciación de equilibrio o variación en el tipo de cambio, que iguala las tasas de interés de diferentes monedas, entonces:

$$\text{Depreciación} = (\text{Tasa S/.} - \text{Tasa \$}) / (1 + \text{Tasa \$})$$

Despejando tenemos que:

- $\text{Depreciación} (1 + \text{Tasa \$}) = \text{Tasa S/.} - \text{Tasa \$}$
- $\text{Tasa S/.} = \text{Depreciación} (1 + \text{Tasa \$}) + \text{Tasa \$}$
- $\text{Tasa S/.} = \text{Depreciación} + (\text{Depreciación})(\text{Tasa \$}) + \text{Tasa \$}$
- $\text{Tasa S/.} - \text{Depreciación} = (\text{Depreciación}) (\text{Tasa \$}) + \text{Tasa \$}$
- $\text{Tasa S/.} - \text{Depreciación} = \text{Tasa \$} (\text{Depreciación} + 1)$
- $\text{Tasa \$} = (\text{Tasa S/.} - \text{Depreciación}) / (1 + \text{Depreciación})$

Reemplazando obtenemos la tasa equivalente:

- $\text{Tasa \$} = ((0.0359) - (-0.02241135)) / (1 + (-0.02241135))$
- $\text{Tasa \$} = 0.059648$
- $\text{Tasa \$} = 5.9648\%$

Esta tasa del 5.9648% es superior a la TIPMEX al 1 de abril de 2002 de 1.69% anual, por lo que se va a trabajar con la primera como costo de oportunidad por ser mayor.

Esta tasa será utilizada como costo de oportunidad o tasa descuento para traer al valor presente los flujos generados por el bono.

Ahora traemos al presente los flujos futuros del bono, como se aprecia en el siguiente cuadro:



Período	Cupón	Principal	Total Nominal	Facto de descuento	Valor Presente
1	1,146,150.00		1,146,150.00	0.9437	1,081,632.62
2	1,146,150.00		1,146,150.00	0.8906	1,020,746.96
3	1,146,150.00	15,000,000.00	16,146,150.00	0.8405	13,570,127.84
				Total	15,672,507.42

Entonces comparamos el valor presente de los flujos futuros frente al valor nominal del bono:

Valor presente – valor nominal = ¿ ?

Reemplazando obtenemos que:

$$15'672,507.42 - 15'000,000.00 = 672,507.42.$$

con lo cual bajo los supuestos anteriormente señalados, la inversión en estos bonos representa un beneficio para los inversionistas de US\$ 672,507.42.

### **SOUTHERN CONE POWER PERU**

#### **Emisión 1A**

En agosto de 2002 Southern Cone Power Peru colocó bonos por US\$. 50'000,000. El interés de los bonos era equivalente a una tasa efectiva anual de 8.615%, por un plazo de 10 años.

Entonces tenemos que:

- Valor nominal del bono: US\$. 50'000,000
- Cupón: anual
- Tasa de interés: 8.615.
- Plazo: 10 años.

La TIPMN al 01 de agosto de 2002 era 3.08% anual, a efectos de determinar una tasa en dólares equivalente, utilizaremos la depreciación del último año.

El tipo de cambio de venta al 01/08/01 era de S/. 3.499 por dólar, mientras que al 31/07/02 el tipo de cambio de venta era de S/. 3.55 por dólar, con lo cual la depreciación era de 1.4575 % anual.

El cálculo de la depreciación se aprecia a continuación, donde Tf es el tipo de cambio al final del período y Ts es el tipo de cambio al inicio del período:

- $T_f = T_s (1 + \text{Depreciación})$
- $\text{Depreciación} = (T_f/T_s) - 1$
- $\text{Depreciación} = (3.55/ 3.499) - 1$
- $\text{Depreciación} = 0.014575$
- $\text{Depreciación} = 1.4575 \%$

## Reflexiones sobre la transparencia en la información en el mercado primario de bonos corporativos

Calculada la depreciación, consideramos que la misma es la depreciación de equilibrio o variación en el tipo de cambio, que iguala las tasas de interés de diferentes monedas, entonces:

$$\text{Depreciación} = (\text{Tasa S/.} - \text{Tasa \$}) / (1 + \text{Tasa \$})$$

Despejando tenemos que:

- Depreciación ( 1 + Tasa \$) = Tasa S/. - Tasa \$
- Tasa S/. = Depreciación (1 + Tasa \$) + Tasa \$
- Tasa S/. = Depreciación + (Depreciación)(Tasa \$) + Tasa \$
- Tasa S/. – Depreciación = (Depreciación) (Tasa \$) + Tasa \$
- Tasa S/. – Depreciación = Tasa \$ (Depreciación + 1)
- Tasa \$ = (Tasa S/. – Depreciación) / (1+ Depreciación)

Reemplazando obtenemos la tasa equivalente:

- Tasa \$. = ((0.0308) - (0.014575)) / ( 1 + (0.014575))
- Tasa \$. = 0.015991
- Tasa \$ = 1.5991%

Esta tasa del 1.5991% es superior a la TIPMEX al 1 de agosto de 2002 de 1.54% anual, por lo que se va a trabajar con la primera como costo de oportunidad por ser mayor.

Esta tasa será utilizada como costo de oportunidad o tasa descuento para traer al valor presente los flujos generados por el bono.

Ahora traemos al presente los flujos futuros del bono, como se aprecia en el siguiente cuadro:

Período	Cupón	Principal	Total Nominal	Facto de descuento	Valor Presente
1	4,307,500.00		4,307,500.00	0.9843	4,239,701.56
2	4,307,500.00		4,307,500.00	0.9688	4,172,970.24
3	4,307,500.00		4,307,500.00	0.9535	4,107,289.25
4	4,307,500.00		4,307,500.00	0.9385	4,042,642.05
5	4,307,500.00		4,307,500.00	0.9237	3,979,012.37
6	4,307,500.00		4,307,500.00	0.9092	3,916,384.20
7	4,307,500.00		4,307,500.00	0.8949	3,854,741.78
8	4,307,500.00		4,307,500.00	0.8808	3,794,069.58
9	4,307,500.00		4,307,500.00	0.8669	3,734,352.35
10	4,307,500.00	50,000,000.00	54,307,500.00	0.8533	46,340,404.23
				Total	82,181,567.61

Entonces comparamos el valor presente de los flujos futuros frente al valor nominal del bono:

Valor presente – valor nominal = ¿ ?

Reemplazando obtenemos que:

$$82'181,567.61 - 50'000,000.00 = 32'181,567.61.$$

con lo cual bajo los supuestos anteriormente señalados, la inversión en estos bonos representa un beneficio para los inversionistas de US\$ 32'181,567.61.

### **LUZ DEL SUR**

#### **Emisión 1P-3B:**

En enero de 2002 Luz del Sur colocó bonos por S/. 34'670,000. El interés de los bonos corresponde a una tasa efectiva anual de 6.541 %, por un plazo de 2 años.

Entonces tenemos que:

- Valor nominal del bono : S/. 34'670,000
- Cupón : anual
- Tasa de interés : 6.541 %.
- Plazo : 2 años.

Si consideramos como tasa de descuento la TIPMEX del 2.10% al 1 de enero del 2002, que la empleamos para traer al presente los flujos generados por el bono, tenemos que determinar el equivalente de esa tasa en soles. Para determinar la depreciación tenemos que dado que el tipo de cambio de venta al 02/01/01 era de S/. 3.523 por dólar, y al 31/12/01 el tipo de cambio de venta era de S/. 3.446 por dólar, entonces la depreciación era de -2.1856 % anual.

El cálculo de la depreciación se aprecia a continuación, donde Tf es el tipo de cambio al final del período y Ts es el tipo de cambio al inicio del período:

- $T_f = T_s (1 + \text{Depreciación})$
- $\text{Depreciación} = (T_f/T_s) - 1$
- $\text{Depreciación} = (3.446/ 3.523) - 1$
- $\text{Depreciación} = -0.021856$
- $\text{Depreciación} = -2.1856\%$

Calculada la depreciación, consideramos que la misma es la depreciación de equilibrio o variación en el tipo de cambio, que iguala las tasas de interés de diferentes monedas, entonces:

$$\text{Depreciación} = (\text{Tasa S/.} - \text{Tasa \$}) / (1 + \text{Tasa \$})$$

Despejando tenemos que:

- $\text{Depreciación} (1 + \text{Tasa \$}) = \text{Tasa S/.} - \text{Tasa \$}$
- $\text{Tasa S/.} = \text{Depreciación} (1 + \text{Tasa \$}) + \text{Tasa \$}$

Reemplazando obtenemos la tasa equivalente en soles a la de dólares que tenemos

como costo de oportunidad:

- Tasa S/. =  $(-0.021856) (1+0,0210) + (0,0210)$
- Tasa S/. = -0.001315
- Tasa S/. = -0.1315 %

Esta tasa de -0.1315% es inferior a la TIPMN al 1 de enero de 2002 de 4.86% anual, por lo que se va a trabajar con la última como costo de oportunidad por ser mayor.

Ahora traemos al presente los flujos futuros del bono, como se aprecia en el siguiente cuadro:

Período	Cupón	Principal	Total Nominal	Facto de descuento	Valor Presente
1	2,267,764.70		2,267,764.70	0.9537	2,162,659.45
2	2,267,764.70	34,670,000.00	36,937,764.70	0.8810	32,541,462.91
				Total	34,704,122.36

Entonces comparamos el valor presente de los flujos futuros frente al valor nominal del bono:

Valor presente – valor nominal = ¿ ?

Reemplazando obtenemos que:

$$34'704,122.36 - 34'670,000.00 = 34,122.36.$$

con lo cual bajo los supuestos anteriormente señalados, la inversión en estos bonos representa un beneficio para los inversionistas de S/. 34,122.36.

### **EDELNOR**

#### **Emisión 1P-4:**

En abril de 2002 Edelnor colocó bonos por S/. 20'000,000. El interés de los bonos corresponde a una tasa efectiva anual de 6.444 %, por un plazo de 2 años.

Entonces tenemos que:

- Valor nominal del bono: S/. 20'000,000
- Cupón: anual
- Tasa de interés: 6.444 %.
- Plazo: 2 años.

Si consideramos como tasa de descuento la TIPMEX del 1.69% al 1 de abril del 2002, que para emplearla para traer al presente los flujos generados por el bono, tenemos que determinar el equivalente de esa tasa en soles, para lo cual es necesario considerar la depreciación. Para determinar la depreciación tenemos que dado que el tipo de cambio de venta al 02/04/01 era de S/. 3.525 por dólar, y al 27/03/02 el tipo de cambio de venta era de S/. 3.446 por dólar, entonces la depreciación era de -2.2411 % anual.

El cálculo de la depreciación se aprecia a continuación, donde Tf es el tipo de cambio al final del período y Ts es el tipo de cambio al inicio del período:

- $T_f = T_s (1 + \text{Depreciación})$
- $\text{Depreciación} = (T_f/T_s) - 1$
- $\text{Depreciación} = (3.446/ 3.525) - 1$
- $\text{Depreciación} = -0.022411$
- $\text{Depreciación} = -2.2411\%$

Calculada la depreciación, consideramos que la misma es la depreciación de equilibrio o variación en el tipo de cambio, que iguala las tasas de interés de diferentes monedas, entonces:

$$\text{Depreciación} = (\text{Tasa S/.} - \text{Tasa \$}) / (1 + \text{Tasa \$})$$

Despejando tenemos que:

- $\text{Depreciación} (1 + \text{Tasa \$}) = \text{Tasa S/.} - \text{Tasa \$}$
- $\text{Tasa S/.} = \text{Depreciación} (1 + \text{Tasa \$}) + \text{Tasa \$}$

Reemplazando obtenemos la tasa equivalente en soles a la de dólares que tenemos como costo de oportunidad:

- $\text{Tasa S/.} = (-0.022411) (1+0,0169) + (0,0169)$
- $\text{Tasa S/.} = -0.005890$
- $\text{Tasa S/.} = -0.5890\%$

Esta tasa de  $-0.5890\%$  es inferior a la TIPMN al 1 de abril de 2002 de  $3.59\%$  anual, por lo que se va a trabajar con la última como costo de oportunidad por ser mayor.

Ahora traemos al presente los flujos futuros del bono, como se aprecia en el siguiente cuadro:

Período	Cupón	Principal	Total Nominal	Facto de descuento	Valor Presente
1	1,288,800.00		1,288,800.00	0.9653	1,244,135.53
2	1,288,800.00	20,000,000.00	21,288,800.00	0.8826	18,789,222.50
				Total	20,033,358.04

Entonces comparamos el valor presente de los flujos futuros frente al valor nominal del bono:

$$\text{Valor presente} - \text{valor nominal} = ?$$

Reemplazando obtenemos que:

$$20'033,358.04 - 20'000,000.00 = 33,358.04.$$

con lo cual bajo los supuestos anteriormente señalados, la inversión en estos bonos

representa un beneficio para los inversionistas de S/. 33,358.04.

### **TELEFÓNICA DEL PERÚ**

#### **Emisión 2P-6:**

En julio de 2002 Telefónica del Perú colocó bonos por S/. 9'490,000. El interés de los bonos corresponde a una tasa efectiva anual de 6.348 %, por un plazo de 2 años.

Entonces tenemos que:

- Valor nominal del bono: S/. 9'490,000
- Cupón: anual
- Tasa de interés: 6.348 %.
- Plazo: 2 años.

Si consideramos como tasa de descuento la TIPMEX del 1.58% al 1 de julio del 2002, que para emplearla para traer al presente los flujos generados por el bono, tenemos que determinar el equivalente de esa tasa en soles, para lo cual es necesario considerar la depreciación. Para determinar la depreciación tenemos que dado que el tipo de cambio de venta al 02/07/01 era de S/. 3.525 por dólar, y al 28/06/02 el tipo de cambio de venta era de S/. 3.515 por dólar, entonces la depreciación era de -0.1138 % anual.

El cálculo de la depreciación se aprecia a continuación, donde  $T_f$  es el tipo de cambio al final del período y  $T_s$  es el tipo de cambio al inicio del período:

- $T_f = T_s (1 + \text{Depreciación})$
- $\text{Depreciación} = (T_f/T_s) - 1$
- $\text{Depreciación} = (3.511/ 3.515) - 1$
- $\text{Depreciación} = -0.001138$
- $\text{Depreciación} = -0.1138\%$

Calculada la depreciación, consideramos que la misma es la depreciación de equilibrio o variación en el tipo de cambio, que iguala las tasas de interés de diferentes monedas, entonces:

$$\text{Depreciación} = (\text{Tasa S/.} - \text{Tasa \$}) / (1 + \text{Tasa \$})$$

Despejando tenemos que:

- $\text{Depreciación} (1 + \text{Tasa \$}) = \text{Tasa S/.} - \text{Tasa \$}$
- $\text{Tasa S/.} = \text{Depreciación} (1 + \text{Tasa \$}) + \text{Tasa \$}$

Reemplazando obtenemos la tasa equivalente en soles a la de dólares que tenemos como costo de oportunidad:

- $\text{Tasa S/.} = (-0.001138) (1+0,0158) + (0,0158)$
- $\text{Tasa S/.} = -0.014644$

- Tasa S/. = -0.14644%

Esta tasa de -0.14644% es inferior a la TIPMN al 1 de julio de 2002 de 3.04% anual, por lo que se va a trabajar con la última como costo de oportunidad por ser mayor.

Ahora traemos al presente los flujos futuros del bono, como se aprecia en el siguiente cuadro:

Período	Cupón	Principal	Total Nominal	Facto de descuento	Valor Presente
1	602,425.20		602,425.20	0.9705	584,651.79
2	602,425.20	9,490,000.00	10,092,425.20	0.8842	8,923,534.06
				Total	9,508,185.84

Entonces comparamos el valor presente de los flujos futuros frente al valor nominal del bono:

Valor presente – valor nominal = ¿ ?

Reemplazando obtenemos que:

$9'508,185.84 - 9'490,000.00 = 18,185.84.$

con lo cual bajo los supuestos anteriormente señalados, la inversión en estos bonos representa un beneficio para los inversionistas de S/. 18,185.84.

## II. BONOS COLOCADOS DURANTE EL AÑO 2003

### GLORIA

#### Emisión 1P-4P

En enero de 2003 Gloria colocó bonos por US\$. 3'000,000". El interés de los bonos era equivalente a una tasa efectiva anual de 5.750%, por un plazo de 5 años.

Entonces tenemos que:

- Valor nominal del bono: US\$. 3'000,000
- Cupón: anual
- Tasa de interés: 5.750.
- Plazo: 5 años.

La TIPMN al 01 de enero de 2003 era 3.61% anual, a efectos de determinar una tasa en dólares equivalente, utilizaremos la depreciación del último año.

El tipo de cambio de venta al 02/01/02 era de S/. 3.443 por dólar, mientras que al 31/12/02 el tipo de cambio de venta era de S/. 3.515 por dólar, con lo cual la depreciación era de 2.0912 % anual.

El cálculo de la depreciación se aprecia a continuación, donde  $T_f$  es el tipo de cambio al final del período y  $T_s$  es el tipo de cambio al inicio del período:

- $T_f = T_s (1 + \text{Depreciación})$
- $\text{Depreciación} = (T_f/T_s) - 1$
- $\text{Depreciación} = (3.515/ 3.443) - 1$
- $\text{Depreciación} = 0.020912$
- $\text{Depreciación} = 2.0912\%$

Calculada la depreciación, consideramos que la misma es la depreciación de equilibrio o variación en el tipo de cambio, que iguala las tasas de interés de diferentes monedas, entonces:

$$\text{Depreciación} = (\text{Tasa S/.} - \text{Tasa \$}) / (1 + \text{Tasa \$})$$

Despejando tenemos que:

- $\text{Depreciación} (1 + \text{Tasa \$}) = \text{Tasa S/.} - \text{Tasa \$}$
- $\text{Tasa S/.} = \text{Depreciación} (1 + \text{Tasa \$}) + \text{Tasa \$}$
- $\text{Tasa S/.} = \text{Depreciación} + (\text{Depreciación})(\text{Tasa \$}) + \text{Tasa \$}$
- $\text{Tasa S/.} - \text{Depreciación} = (\text{Depreciación}) (\text{Tasa \$}) + \text{Tasa \$}$
- $\text{Tasa S/.} - \text{Depreciación} = \text{Tasa \$} (\text{Depreciación} + 1)$
- $\text{Tasa \$} = (\text{Tasa S/.} - \text{Depreciación}) / (1 + \text{Depreciación})$

Reemplazando obtenemos la tasa equivalente:

- $\text{Tasa \$} = ((0.0361) - (0.020912)) / (1 + (0.020912))$
- $\text{Tasa \$} = 0.014877$
- $\text{Tasa \$} = 1.4877\%$

Esta tasa del 1.4877% es superior a la TIPMEX al 1 de enero de 2003 de 1.35% anual, por lo que se va a trabajar con la primera como costo de oportunidad por ser mayor.

Esta tasa será utilizada como costo de oportunidad o tasa descuento para traer al valor presente los flujos generados por el bono.

Ahora traemos al presente los flujos futuros del bono, como se aprecia en el siguiente cuadro:



Período	Cupón	Principal	Total Nominal	Facto de descuento	Valor Presente
1	172,500.00		172,500.00	0.9853	169,971.35
2	172,500.00		172,500.00	0.9709	167,479.77
3	172,500.00		172,500.00	0.9567	165,024.72
4	172,500.00		172,500.00	0.9426	162,605.65
5	172,500.00	3,000,000.00	3,172,500.00	0.9288	2,946,692.35
				Total	3,611,773.84

Entonces comparamos el valor presente de los flujos futuros frente al valor nominal del bono:

Valor presente – valor nominal = ¿ ?

Reemplazando obtenemos que:

$3'611,773.84 - 3'000,000.00 = 611,773.84.$

con lo cual bajo los supuestos anteriormente señalados, la inversión en estos bonos representa un beneficio para los inversionistas de US\$ 611,773.84.

## ELECTROANDES

### Emisión 1P-1A

En junio de 2003 Electroandes colocó bonos por US\$. 50'000,000. El interés de los bonos era equivalente a una tasa efectiva anual de 6.541%, por un plazo de 10 años.

Entonces tenemos que:

- Valor nominal del bono: US\$. 50'000,000
- Cupón: anual
- Tasa de interés: 6.541%.
- Plazo: 10 años.

La TIPMN al 01 de junio de 2003 era 3.35% anual, a efectos de determinar una tasa en dólares equivalente, utilizaremos la depreciación del último año.

El tipo de cambio de venta al 03/06/02 era de S/. 3.466 por dólar, mientras que al 30/05/03 el tipo de cambio de venta era de S/. 3.496 por dólar, con lo cual la depreciación era de 0.8656 % anual.

El cálculo de la depreciación se aprecia a continuación, donde Tf es el tipo de cambio al final del período y Ts es el tipo de cambio al inicio del período:

- $Tf = Ts (1 + \text{Depreciación})$
- $\text{Depreciación} = (Tf/Ts) - 1$
- $\text{Depreciación} = (3.496/ 3.466) - 1$
- $\text{Depreciación} = 0.008656$
- $\text{Depreciación} = 0.8656\%$

Calculada la depreciación, consideramos que la misma es la depreciación de equilibrio o variación en el tipo de cambio, que iguala las tasas de interés de diferentes monedas, entonces:

$$\text{Depreciación} = (\text{Tasa S/.} - \text{Tasa \$}) / (1 + \text{Tasa \$})$$

Despejando tenemos que:

- Depreciación ( 1 + Tasa \$) = Tasa S/. - Tasa \$
- Tasa S/. = Depreciación (1 + Tasa \$) + Tasa \$
- Tasa S/. = Depreciación + (Depreciación)(Tasa \$) + Tasa \$
- Tasa S/. – Depreciación = (Depreciación) (Tasa \$) + Tasa \$
- Tasa S/. – Depreciación = Tasa \$ (Depreciación + 1)
- Tasa \$ = (Tasa S/. – Depreciación) / (1+ Depreciación)

Reemplazando obtenemos la tasa equivalente:

- Tasa \$ = ((0.0335) - (0.008656)) / ( 1 + (0.008656))
- Tasa \$ = 0.024631
- Tasa \$ = 2.4631%

Esta tasa del 2.4631% es superior a la TIPMEX al 1 de junio de 2003 de 1.15% anual, por lo que se va a trabajar con la primera como costo de oportunidad por ser mayor.

Esta tasa será utilizada como costo de oportunidad o tasa descuento para traer al valor presente los flujos generados por el bono.

Ahora traemos al presente los flujos futuros del bono, como se aprecia en el siguiente cuadro:

Período	Cupón	Principal	Total Nominal	Facto de descuento	Valor Presente
1	3,270,500.00		3,270,500.00	0.9760	3,191,879.87
2	3,270,500.00		3,270,500.00	0.9525	3,115,149.71
3	3,270,500.00		3,270,500.00	0.9296	3,040,264.07
4	3,270,500.00		3,270,500.00	0.9073	2,967,178.63
5	3,270,500.00		3,270,500.00	0.8854	2,895,850.09
6	3,270,500.00		3,270,500.00	0.8642	2,826,236.24
7	3,270,500.00		3,270,500.00	0.8434	2,758,295.85
8	3,270,500.00		3,270,500.00	0.8231	2,691,988.69
9	3,270,500.00		3,270,500.00	0.8033	2,627,275.49
10	3,270,500.00	50,000,000.00	53,270,500.00	0.7840	41,764,820.51
				Total	67,878,939.16

Entonces comparamos el valor presente de los flujos futuros frente al valor nominal del bono:

Valor presente – valor nominal = ¿ ?

Reemplazando obtenemos que:

$$67'878,939.16 - 50'000,000.00 = 17'878,939.16.$$

con lo cual bajo los supuestos anteriormente señalados, la inversión en estos bonos representa un beneficio para los inversionistas de US\$ 17'878,939.16.

## **TRANSMANTARO**

### **Emisión 1P-2B**

En diciembre de 2003 Transmantaro colocó bonos por US\$. 10'000,000". El interés de los bonos era equivalente a una tasa efectiva anual de 6.348%, por un plazo de 9 años.

Entonces tenemos que:

- Valor nominal del bono: US\$. 10'000,000
- Cupón: anual
- Tasa de interés: 6.348%.
- Plazo: 9 años.

La TIPMN al 01 de diciembre de 2003 era 2.63% anual, a efectos de determinar una tasa en dólares equivalente, utilizaremos la depreciación del último año.

El tipo de cambio de venta al 02/12/02 era de S/. 3.517 por dólar, mientras que al 28/11/03 el tipo de cambio de venta era de S/. 3.481 por dólar, con lo cual la depreciación era de -1.0236 % anual.

El cálculo de la depreciación se aprecia a continuación, donde Tf es el tipo de cambio al final del período y Ts es el tipo de cambio al inicio del período:

- $T_f = T_s (1 + \text{Depreciación})$
- $\text{Depreciación} = (T_f/T_s) - 1$
- $\text{Depreciación} = (3.481/ 3.517) - 1$
- $\text{Depreciación} = - 0.010236$
- $\text{Depreciación} = -1.0236\%$

Calculada la depreciación, consideramos que la misma es la depreciación de equilibrio o variación en el tipo de cambio, que iguala las tasas de interés de diferentes monedas, entonces:

$$\text{Depreciación} = (\text{Tasa S/.} - \text{Tasa \$}) / (1 + \text{Tasa \$})$$

Despejando tenemos que:

- $\text{Depreciación} (1 + \text{Tasa \$}) = \text{Tasa S/.} - \text{Tasa \$}$
- $\text{Tasa S/.} = \text{Depreciación} (1 + \text{Tasa \$}) + \text{Tasa \$}$
- $\text{Tasa S/.} = \text{Depreciación} + (\text{Depreciación})(\text{Tasa \$}) + \text{Tasa \$}$

- Tasa S/. – Depreciación = (Depreciación) (Tasa \$) + Tasa \$
- Tasa S/. – Depreciación = Tasa \$ (Depreciación + 1)
- Tasa \$ = (Tasa S/. – Depreciación) / (1+ Depreciación)

Reemplazando obtenemos la tasa equivalente:

- Tasa \$. = ((0.0263) - (-0.010236)) / ( 1 + (-0.010236))
- Tasa \$. = 0.036914
- Tasa \$ = 3.6914%

Esta tasa del 3.6914% es superior a la TIPMEX al 1 de diciembre de 2003 de 0.99% anual, por lo que se va a trabajar con la primera como costo de oportunidad por ser mayor.

Esta tasa será utilizada como costo de oportunidad o tasa descuento para traer al valor presente los flujos generados por el bono.

Ahora traemos al presente los flujos futuros del bono, como se aprecia en el siguiente cuadro:

Período	Cupón	Principal	Total Nominal	Facto de descuento	Valor Presente
1	634,800.00		634,800.00	0.9644	612,201.30
2	634,800.00		634,800.00	0.9301	590,407.10
3	634,800.00		634,800.00	0.8970	569,388.77
4	634,800.00		634,800.00	0.8650	549,118.69
5	634,800.00		634,800.00	0.8342	529,570.21
6	634,800.00		634,800.00	0.8045	510,717.66
7	634,800.00		634,800.00	0.7759	492,536.25
8	634,800.00		634,800.00	0.7483	475,002.10
9	634,800.00	10,000,000.00	10,634,800.00	0.7216	7,674,414.67
				Total	12,003,356.73

Entonces comparamos el valor presente de los flujos futuros frente al valor nominal del bono:

$$\text{Valor presente} - \text{valor nominal} = ?$$

Reemplazando obtenemos que:

$$12'003,356.73 - 10'000,000.00 = 2'003,356.73.$$

con lo cual bajo los supuestos anteriormente señalados, la inversión en estos bonos representa un beneficio para los inversionistas de US\$ 2'003,356.73.

### **TELEFÓNICA DEL PERÚ**

#### **Emisión 7-A:**

En marzo de 2003 Telefónica del Perú colocó bonos por S/. 75'000,000. El interés de

los bonos corresponde a una tasa efectiva anual de 6.5 %, por un plazo de 2 años.

Entonces tenemos que:

- Valor nominal del bono: S/. 75'000,000
- Cupón: anual
- Tasa de interés: 6.5 %.
- Plazo: 2 años.

Si consideramos como tasa de descuento la TIPMEX del 1.23% al 1 de marzo del 2003, que para emplearla para traer al presente los flujos generados por el bono, tenemos que determinar el equivalente de esa tasa en soles, para lo cual es necesario considerar la depreciación. Para determinar la depreciación tenemos que dado que el tipo de cambio de venta al 01/03/02 era de S/. 3.471 por dólar, y al 28/02/03 el tipo de cambio de venta era de S/. 3.481 por dólar, entonces la depreciación era de -1.0055 % anual.

El cálculo de la depreciación se aprecia a continuación, donde Tf es el tipo de cambio al final del período y Ts es el tipo de cambio al inicio del período:

- $T_f = T_s (1 + \text{Depreciación})$
- $\text{Depreciación} = (T_f/T_s) - 1$
- $\text{Depreciación} = (3.481/ 3.471) - 1$
- $\text{Depreciación} = -0.010055$
- $\text{Depreciación} = -1.0055\%$

Calculada la depreciación, consideramos que la misma es la depreciación de equilibrio o variación en el tipo de cambio, que iguala las tasas de interés de diferentes monedas, entonces:

$$\text{Depreciación} = (\text{Tasa S/.} - \text{Tasa \$}) / (1 + \text{Tasa \$})$$

Despejando tenemos que:

- $\text{Depreciación} (1 + \text{Tasa \$}) = \text{Tasa S/.} - \text{Tasa \$}$
- $\text{Tasa S/.} = \text{Depreciación} (1 + \text{Tasa \$}) + \text{Tasa \$}$

Reemplazando obtenemos la tasa equivalente en soles a la de dólares que tenemos como costo de oportunidad:

- $\text{Tasa S/.} = (-0.010055) (1+0,0123) + (0,0123)$
- $\text{Tasa S/.} = 0.002122$
- $\text{Tasa S/.} = 2.122\%$

Esta tasa de 2.122% es inferior a la TIPMN al 1 de marzo de 2003 de 3.47% anual, por lo que se va a trabajar con la última como costo de oportunidad por ser mayor.

Ahora traemos al presente los flujos futuros del bono, como se aprecia en el

siguiente cuadro:

Período	Cupón	Principal	Total Nominal	Facto de descuento	Valor Presente
1	4,875,000.00		4,875,000.00	0.9665	4,711,510.58
2	4,875,000.00	75,000,000.00	79,875,000.00	0.8817	70,422,535.21
				Total	75,134,045.79

Entonces comparamos el valor presente de los flujos futuros frente al valor nominal del bono:

Valor presente – valor nominal = ¿ ?

Reemplazando obtenemos que:

$75'134,045.79 - 75'000,000.00 = 134,045.79.$

con lo cual bajo los supuestos anteriormente señalados, la inversión en estos bonos representa un beneficio para los inversionistas de S/. 134,045.79.

### **EDEGEL**

#### **Emisión 2P-1A:**

En junio de 2003 Edegel colocó bonos por S/. 100'000,000. El interés de los bonos corresponde a una tasa efectiva anual de 6.09 %, por un plazo de 2 años.

Entonces tenemos que:

- Valor nominal del bono: S/. 100'000,000
- Cupón: anual
- Tasa de interés: 6.09 %.
- Plazo: 2 años.

Si consideramos como tasa de descuento la TIPMEX del 1.20% al 1 de junio del 2003, que para emplearla para traer al presente los flujos generados por el bono, tenemos que determinar el equivalente de esa tasa en soles, para lo cual es necesario considerar la depreciación. Para determinar la depreciación tenemos que dado que el tipo de cambio de venta al 03/06/02 era de S/. 3.466 por dólar, y al 30/05/03 el tipo de cambio de venta era de S/. 3.496 por dólar, entonces la depreciación era de -0.8565 % anual.

El cálculo de la depreciación se aprecia a continuación, donde Tf es el tipo de cambio al final del período y Ts es el tipo de cambio al inicio del período:

- $Tf = Ts (1 + \text{Depreciación})$
- $\text{Depreciación} = (Tf/Ts) - 1$
- $\text{Depreciación} = (3.496/ 3.466) - 1$
- $\text{Depreciación} = 0.008656$
- $\text{Depreciación} = 0.8656\%$

Calculada la depreciación, consideramos que la misma es la depreciación de equilibrio o variación en el tipo de cambio, que iguala las tasas de interés de diferentes monedas, entonces:

$$\text{Depreciación} = (\text{Tasa S/.} - \text{Tasa \$}) / (1 + \text{Tasa \$})$$

Despejando tenemos que:

- Depreciación ( 1 + Tasa \$) = Tasa S/. - Tasa \$
- Tasa S/. = Depreciación (1 + Tasa \$) + Tasa \$

Reemplazando obtenemos la tasa equivalente en soles a la de dólares que tenemos como costo de oportunidad:

- Tasa S/. = (0.00856) (1+0,0120) + (0,0120)
- Tasa S/. = 0.020759
- Tasa S/. = 2.0759%

Esta tasa de 2.0759% es inferior a la TIPMN al 1 de junio de 2003 de 3.35% anual, por lo que se va a trabajar con la última como costo de oportunidad por ser mayor.

Ahora traemos al presente los flujos futuros del bono, como se aprecia en el siguiente cuadro:

Período	Cupón	Principal	Total Nominal	Facto de descuento	Valor Presente
1	6,090,000.00		6,090,000.00	0.9676	5,892,597.97
2	6,090,000.00	100,000,000.00	106,090,000.00	0.8885	94,259,590.91
				Total	100,152,188.88

Entonces comparamos el valor presente de los flujos futuros frente al valor nominal del bono:

$$\text{Valor presente} - \text{valor nominal} = ?$$

Reemplazando obtenemos que:

$$100'152,188.88 - 100'000,000.00 = 152,188.88.$$

con lo cual bajo los supuestos anteriormente señalados, la inversión en estos bonos representa un beneficio para los inversionistas de S/. 152,188.88.

### LUZ DEL SUR

#### Emisión 1P-6A:

En diciembre de 2003 Luz del Sur colocó bonos por S/. 34'780,000. El interés de los bonos corresponde a una tasa efectiva anual de 4.071 %, por un plazo de 2 años.

Entonces tenemos que:

- Valor nominal del bono: S/. 34'780,000

- Cupón: anual
- Tasa de interés: 4.071 %.
- Plazo: 2 años.

Si consideramos como tasa de descuento la TIPMEX del 0.99% al 1 de diciembre del 2003, que para emplearla para traer al presente los flujos generados por el bono, tenemos que determinar el equivalente de esa tasa en soles, para lo cual es necesario considerar la depreciación. Para determinar la depreciación tenemos que dado que el tipo de cambio de venta al 02/12/02 era de S/. 3.517 por dólar, y al 28/11/03 el tipo de cambio de venta era de S/. 3.481 por dólar, entonces la depreciación era de -1.0236 % anual.

El cálculo de la depreciación se aprecia a continuación, donde Tf es el tipo de cambio al final del período y Ts es el tipo de cambio al inicio del período:

- $T_f = T_s (1 + \text{Depreciación})$
- $\text{Depreciación} = (T_f/T_s) - 1$
- $\text{Depreciación} = (3.481/ 3.517) - 1$
- $\text{Depreciación} = -0.010236$
- $\text{Depreciación} = -1.0236\%$

Calculada la depreciación, consideramos que la misma es la depreciación de equilibrio o variación en el tipo de cambio, que iguala las tasas de interés de diferentes monedas, entonces:

$$\text{Depreciación} = (\text{Tasa S/.} - \text{Tasa \$}) / (1 + \text{Tasa \$})$$

Despejando tenemos que:

- $\text{Depreciación} (1 + \text{Tasa \$}) = \text{Tasa S/.} - \text{Tasa \$}$
- $\text{Tasa S/.} = \text{Depreciación} (1 + \text{Tasa \$}) + \text{Tasa \$}$

Reemplazando obtenemos la tasa equivalente en soles a la de dólares que tenemos como costo de oportunidad:

- $\text{Tasa S/.} = (-0.010236) (1+0,0099) + (0,0099)$
- $\text{Tasa S/.} = -0.000437$
- $\text{Tasa S/.} = -0.0437\%$

Esta tasa de -0.0437% es inferior a la TIPMN al 1 de diciembre de 2003 de 2.63% anual, por lo que se va a trabajar con la última como costo de oportunidad por ser mayor.

Ahora traemos al presente los flujos futuros del bono, como se aprecia en el siguiente cuadro:



Período	Cupón	Principal	Total Nominal	Facto de descuento	Valor Presente
1	1,638,138.00		1,638,138.00	0.9744	1,596,159.02
2	1,638,138.00	34,780,000.00	36,418,138.00	0.9121	33,215,547.70
				Total	34,811,706.72

Entonces comparamos el valor presente de los flujos futuros frente al valor nominal del bono:

Valor presente – valor nominal = ¿ ?

Reemplazando obtenemos que:

$34'811,706.72 - 34'780,000.00 = 31,706.72.$

con lo cual bajo los supuestos anteriormente señalados, la inversión en estos bonos representa un beneficio para los inversionistas de S/. 31,706.72.

### III. BONOS COLOCADOS DURANTE EL AÑO 2004

#### EDEGEL

##### Emisión 2P-5A

En enero de 2004 Edegel colocó bonos por US\$. 10'000,000". El interés de los bonos era equivalente a una tasa efectiva anual de 3.785%, por un plazo de 5 años.

Entonces tenemos que:

- Valor nominal del bono: US\$. 10'000,000
- Cupón: anual
- Tasa de interés: 3.785.
- Plazo: 5 años.

La TIPMN al 01 de enero de 2004 era 2.54% anual, a efectos de determinar una tasa en dólares equivalente, utilizaremos la depreciación del último año.

El tipo de cambio de venta al 02/01/03 era de S/. 3.509 por dólar, mientras que al 31/12/03 el tipo de cambio de venta era de S/. 3.464 por dólar, con lo cual la depreciación era de -1.2824 % anual.

El cálculo de la depreciación se aprecia a continuación, donde Tf es el tipo de cambio al final del período y Ts es el tipo de cambio al inicio del período:

- $Tf = Ts (1 + \text{Depreciación})$
- $\text{Depreciación} = (Tf/Ts) - 1$
- $\text{Depreciación} = (3.464/ 3.509) - 1$

## Reflexiones sobre la transparencia en la información en el mercado primario de bonos corporativos

- Depreciación = -0.012824
- Depreciación = -1.2824%

Calculada la depreciación, consideramos que la misma es la depreciación de equilibrio o variación en el tipo de cambio, que iguala las tasas de interés de diferentes monedas, entonces:

$$\text{Depreciación} = (\text{Tasa S/.} - \text{Tasa \$}) / (1 + \text{Tasa \$})$$

Despejando tenemos que:

- Depreciación ( 1 + Tasa \$) = Tasa S/. - Tasa \$
- Tasa S/. = Depreciación (1 + Tasa \$) + Tasa \$
- Tasa S/. = Depreciación + (Depreciación)(Tasa \$) + Tasa \$
- Tasa S/. – Depreciación = (Depreciación) (Tasa \$) + Tasa \$
- Tasa S/. – Depreciación = Tasa \$ (Depreciación + 1)
- Tasa \$ = (Tasa S/. – Depreciación) / (1+ Depreciación)

Reemplazando obtenemos la tasa equivalente:

- Tasa \$. = ((0.0254) - (-0.012824)) / ( 1 + (-0.012824))
- Tasa \$. = 0.038721
- Tasa \$ = 3.8721%

Esta tasa del 3.8721% es superior a la TIPMEX al 1 de enero de 2004 de 0.98% anual, por lo que se va a trabajar con la primera como costo de oportunidad por ser mayor.

Esta tasa será utilizada como costo de oportunidad o tasa descuento para traer al valor presente los flujos generados por el bono.

Ahora traemos al presente los flujos futuros del bono, como se aprecia en el siguiente cuadro:

Período	Cupón	Principal	Total Nominal	Facto de descuento	Valor Presente
1	378,500.00		378,500.00	0.9627	364,390.53
2	378,500.00		378,500.00	0.9268	350,807.03
3	378,500.00		378,500.00	0.8923	337,729.88
4	378,500.00		378,500.00	0.8590	325,140.22
5	378,500.00	10,000,000.00	10,378,500.00	0.8270	8,583,029.39
				Total	9,961,097.06

Entonces comparamos el valor presente de los flujos futuros frente al valor nominal del bono:

$$\text{Valor presente} - \text{valor nominal} = \text{¿ ?}$$

Reemplazando obtenemos que:

$$9'961,097.84 - 10'000,000.00 = -38,902.94.$$

con lo cual bajo los supuestos anteriormente señalados, la inversión en estos bonos representa una pérdida para los inversionistas de US\$ 38,902.94.

### **COMPAÑÍA MINERA YANACOCHA**

#### **Emisión 1P-1A**

En junio de 2004 Compañía Minera Yanacocha colocó bonos por US\$. 4'730,000". El interés de los bonos era equivalente a una tasa efectiva anual de 6.25%, por un plazo de 5 años.

Entonces tenemos que:

- Valor nominal del bono: US\$. 4'730,000
- Cupón: anual
- Tasa de interés: 6.25.
- Plazo: 5 años.

La TIPMN al 01 de junio de 2004 era 2.39% anual, a efectos de determinar una tasa en dólares equivalente, utilizaremos la depreciación del último año.

El tipo de cambio de venta al 02/06/03 era de S/. 3.493 por dólar, mientras que al 31/05/04 el tipo de cambio de venta era de S/. 3.489 por dólar, con lo cual la depreciación era de -0.1145 % anual.

El cálculo de la depreciación se aprecia a continuación, donde Tf es el tipo de cambio al final del período y Ts es el tipo de cambio al inicio del período:

- $T_f = T_s (1 + \text{Depreciación})$
- $\text{Depreciación} = (T_f/T_s) - 1$
- $\text{Depreciación} = (3.489/ 3.493) - 1$
- $\text{Depreciación} = -0.001145$
- $\text{Depreciación} = -0.1145\%$

Calculada la depreciación, consideramos que la misma es la depreciación de equilibrio o variación en el tipo de cambio, que iguala las tasas de interés de diferentes monedas, entonces:

$$\text{Depreciación} = (\text{Tasa S/.} - \text{Tasa \$}) / (1 + \text{Tasa \$})$$

Despejando tenemos que:

- $\text{Depreciación} (1 + \text{Tasa \$}) = \text{Tasa S/.} - \text{Tasa \$}$
- $\text{Tasa S/.} = \text{Depreciación} (1 + \text{Tasa \$}) + \text{Tasa \$}$
- $\text{Tasa S/.} = \text{Depreciación} + (\text{Depreciación})(\text{Tasa \$}) + \text{Tasa \$}$
- $\text{Tasa S/.} - \text{Depreciación} = (\text{Depreciación}) (\text{Tasa \$}) + \text{Tasa \$}$

- Tasa S/. – Depreciación = Tasa \$ (Depreciación + 1)
- Tasa \$ = (Tasa S/. – Depreciación) / (1+ Depreciación)

Reemplazando obtenemos la tasa equivalente:

- Tasa \$. =  $((0.0239) - (-0.001145)) / (1 + (-0.001145))$
- Tasa \$. = 0.025074
- Tasa \$ = 2.5074%

Esta tasa del 2.5074% es superior a la TIPMEX al 1 de junio de 2004 de 0.98% anual, por lo que se va a trabajar con la primera como costo de oportunidad por ser mayor.

Esta tasa será utilizada como costo de oportunidad o tasa descuento para traer al valor presente los flujos generados por el bono.

Ahora traemos al presente los flujos futuros del bono, como se aprecia en el siguiente cuadro:

Período	Cupón	Principal	Total Nominal	Facto de descuento	Valor Presente
1	295,625.00		295,625.00	0.9755	288,393.85
2	295,625.00		295,625.00	0.9517	281,339.58
3	295,625.00		295,625.00	0.9284	274,457.86
4	295,625.00		295,625.00	0.9057	267,744.48
5	295,625.00	4,730,000.00	5,025,625.00	0.8835	4,440,320.14
				Total	5,552,255.92

Entonces comparamos el valor presente de los flujos futuros frente al valor nominal del bono:

Valor presente – valor nominal = ¿ ?

Reemplazando obtenemos que:

$5'552,255.92 - 4'730,000.00 = 822,255.92.$

con lo cual bajo los supuestos anteriormente señalados, la inversión en estos bonos representa un beneficio para los inversionistas de menos US\$ 822,255.92.

## **FERREYROS**

### **Emisión 1P-1A**

En julio de 2004 Ferreyros colocó bonos por US\$. 7'500,000". El interés de los bonos era equivalente a una tasa efectiva anual de 6.438%, por un plazo de 3 años.

Entonces tenemos que:

- Valor nominal del bono: US\$. 7'500,000
- Cupón: anual

- Tasa de interés: 6.438.
- Plazo: 3 años.

La TIPMN al 01 de julio de 2004 era 2.41% anual, a efectos de determinar una tasa en dólares equivalente, utilizaremos la depreciación del último año.

El tipo de cambio de venta al 01/07/03 era de S/. 3.473 por dólar, mientras que al 30/06/04 el tipo de cambio de venta era de S/. 3.472 por dólar, con lo cual la depreciación era de -0.0288 % anual.

El cálculo de la depreciación se aprecia a continuación, donde Tf es el tipo de cambio al final del período y Ts es el tipo de cambio al inicio del período:

- $T_f = T_s (1 + \text{Depreciación})$
- $\text{Depreciación} = (T_f/T_s) - 1$
- $\text{Depreciación} = (3.472/ 3.473) - 1$
- $\text{Depreciación} = -0.000288$
- $\text{Depreciación} = -0.0288\%$

Calculada la depreciación, consideramos que la misma es la depreciación de equilibrio o variación en el tipo de cambio, que iguala las tasas de interés de diferentes monedas, entonces:

$$\text{Depreciación} = (\text{Tasa S/.} - \text{Tasa \$}) / (1 + \text{Tasa \$})$$

Despejando tenemos que:

- $\text{Depreciación} (1 + \text{Tasa \$}) = \text{Tasa S/.} - \text{Tasa \$}$
- $\text{Tasa S/.} = \text{Depreciación} (1 + \text{Tasa \$}) + \text{Tasa \$}$
- $\text{Tasa S/.} = \text{Depreciación} + (\text{Depreciación})(\text{Tasa \$}) + \text{Tasa \$}$
- $\text{Tasa S/.} - \text{Depreciación} = (\text{Depreciación}) (\text{Tasa \$}) + \text{Tasa \$}$
- $\text{Tasa S/.} - \text{Depreciación} = \text{Tasa \$} (\text{Depreciación} + 1)$
- $\text{Tasa \$} = (\text{Tasa S/.} - \text{Depreciación}) / (1+ \text{Depreciación})$

Reemplazando obtenemos la tasa equivalente:

- $\text{Tasa \$} = ((0.0241) - (-0.000288)) / (1 + (-0.000288))$
- $\text{Tasa \$} = 0.024395$
- $\text{Tasa \$} = 2.4395\%$

Esta tasa del 2.4395% es superior a la TIPMEX al 1 de julio de 2004 de 1.04% anual, por lo que se va a trabajar con la primera como costo de oportunidad por ser mayor.

Esta tasa será utilizada como costo de oportunidad o tasa descuento para traer al valor presente los flujos generados por el bono.

Ahora traemos al presente los flujos futuros del bono, como se aprecia en el

siguiente cuadro:

Período	Cupón	Principal	Total Nominal	Facto de descuento	Valor Presente
1	482,850.00		482,850.00	0.9762	471,351.40
2	482,850.00		482,850.00	0.9529	460,126.63
3	482,850.00	7,500,000.00	7,982,850.00	0.9302	7,426,012.40
				Total	8,357,490.43

Entonces comparamos el valor presente de los flujos futuros frente al valor nominal del bono:

Valor presente – valor nominal = ¿ ?

Reemplazando obtenemos que:

$8'357,490.43 - 7'500,000.00 = 857,490.43.$

con lo cual bajo los supuestos anteriormente señalados, la inversión en estos bonos representa un beneficio para los inversionistas de menos US\$ 857,490.43.

### **EDELNOR**

#### **Emisión 1P-7U:**

En enero de 2004 Edelnor colocó bonos por S/. 30'000,000. El interés de los bonos corresponde a una tasa efectiva anual de 5.865 %, por un plazo de 4 años.

Entonces tenemos que:

- Valor nominal del bono: S/. 30'000,000
- Cupón: anual
- Tasa de interés: 5.865 %.
- Plazo: 4 años.

Si consideramos como tasa de descuento la TIPMEX del 0.98% al 1 de enero del 2004, que para emplearla para traer al presente los flujos generados por el bono, tenemos que determinar el equivalente de esa tasa en soles, para lo cual es necesario considerar la depreciación. Para determinar la depreciación tenemos que dado que el tipo de cambio de venta al 02/01/03 era de S/. 3.509 por dólar, y al 31/12/03 el tipo de cambio de venta era de S/. 3.464 por dólar, entonces la depreciación era de -1.2824 % anual.

El cálculo de la depreciación se aprecia a continuación, donde Tf es el tipo de cambio al final del período y Ts es el tipo de cambio al inicio del período:

- $Tf = Ts (1 + \text{Depreciación})$
- $\text{Depreciación} = (Tf/Ts) - 1$
- $\text{Depreciación} = (3.509/ 3.464) - 1$
- $\text{Depreciación} = -0.012824$

- Depreciación = -1.2824%

Calculada la depreciación, consideramos que la misma es la depreciación de equilibrio o variación en el tipo de cambio, que iguala las tasas de interés de diferentes monedas, entonces:

$$\text{Depreciación} = (\text{Tasa S/.} - \text{Tasa \$}) / (1 + \text{Tasa \$})$$

Despejando tenemos que:

- Depreciación ( 1 + Tasa \$) = Tasa S/. - Tasa \$
- Tasa S/. = Depreciación (1 + Tasa \$) + Tasa \$

Reemplazando obtenemos la tasa equivalente en soles a la de dólares que tenemos como costo de oportunidad:

- Tasa S/. = (-0.012824) (1+0,0098) + (0,0098)
- Tasa S/. = -0.003150
- Tasa S/. = -0.315%

Esta tasa de -0.315% es inferior a la TIPMN al 1 de enero de 2004 de 2.54% anual, por lo que se va a trabajar con la última como costo de oportunidad por ser mayor.

Ahora traemos al presente los flujos futuros del bono, como se aprecia en el siguiente cuadro:

Período	Cupón	Principal	Total Nominal	Facto de descuento	Valor Presente
1	1,759,500.00		1,759,500.00	0.9752	1,715,915.74
2	1,759,500.00		1,759,500.00	0.9511	1,673,411.10
3	1,759,500.00		1,759,500.00	0.9275	1,631,959.33
4	1,759,500.00	30,000,000.00	31,759,500.00	0.7961	25,285,063.53
				Total	30,306,349.70

Entonces comparamos el valor presente de los flujos futuros frente al valor nominal del bono:

$$\text{Valor presente} - \text{valor nominal} = ?$$

Reemplazando obtenemos que:

$$30'306,349.70 - 30'000,000.00 = 306,349.70.$$

con lo cual bajo los supuestos anteriormente señalados, la inversión en estos bonos representa un beneficio para los inversionistas de S/. 306,349.70.

### LUZ DEL SUR

#### Emisión 1P-7A:

En abril de 2004 Luz del Sur colocó bonos por S/. 52'010,000. El interés de los bonos

corresponde a una tasa efectiva anual de 5.406 %, por un plazo de 3 años.

Entonces tenemos que:

- Valor nominal del bono: S/. 52'010,000
- Cupón: anual
- Tasa de interés: 5.406 %.
- Plazo: 3 años.

Si consideramos como tasa de descuento la TIPMEX del 0.98% al 1 de abril del 2004, que para emplearla para traer al presente los flujos generados por el bono, tenemos que determinar el equivalente de esa tasa en soles, para lo cual es necesario considerar la depreciación. Para determinar la depreciación tenemos que dado que el tipo de cambio de venta al 01/04/03 era de S/. 3.475 por dólar, y al 31/03/04 el tipo de cambio de venta era de S/. 3.461 por dólar, entonces la depreciación era de -0.4029 % anual.

El cálculo de la depreciación se aprecia a continuación, donde Tf es el tipo de cambio al final del período y Ts es el tipo de cambio al inicio del período:

- $T_f = T_s (1 + \text{Depreciación})$
- $\text{Depreciación} = (T_f/T_s) - 1$
- $\text{Depreciación} = (3461/ 3.475) - 1$
- $\text{Depreciación} = -0.004029$
- $\text{Depreciación} = -0.4029\%$

Calculada la depreciación, consideramos que la misma es la depreciación de equilibrio o variación en el tipo de cambio, que iguala las tasas de interés de diferentes monedas, entonces:

$$\text{Depreciación} = (\text{Tasa S/.} - \text{Tasa \$}) / (1 + \text{Tasa \$})$$

Despejando tenemos que:

- $\text{Depreciación} (1 + \text{Tasa \$}) = \text{Tasa S/.} - \text{Tasa \$}$
- $\text{Tasa S/.} = \text{Depreciación} (1 + \text{Tasa \$}) + \text{Tasa \$}$

Reemplazando obtenemos la tasa equivalente en soles a la de dólares que tenemos como costo de oportunidad:

- $\text{Tasa S/.} = (-0.004029) (1+0,0098) + (0,0098)$
- $\text{Tasa S/.} = 0.005732$
- $\text{Tasa S/.} = 0.5732\%$

Esta tasa de 0.5732% es inferior a la TIPMN al 1 de abril de 2004 de 2.37% anual, por lo que se va a trabajar con la última como costo de oportunidad por ser mayor.

Ahora traemos al presente los flujos futuros del bono, como se aprecia en el



siguiente cuadro:

Período	Cupón	Principal	Total Nominal	Facto de descuento	Valor Presente
1	2,811,660.60		2,811,660.60	0.9768	2,746,566.96
2	2,811,660.60		2,811,660.60	0.9542	2,682,980.33
3	2,811,660.60	52,010,000.00	54,821,660.60	0.8539	46,811,891.33
				Total	52,241,438.62

Entonces comparamos el valor presente de los flujos futuros frente al valor nominal del bono:

Valor presente – valor nominal = ¿ ?

Reemplazando obtenemos que:

$52'241,438.62 - 52'010,000.00 = 231,438.62$ .

con lo cual bajo los supuestos anteriormente señalados, la inversión en estos bonos representa un beneficio para los inversionistas de S/. 231,438.62.

### **EDELNOR**

#### **Emisión 1P-10U:**

En junio de 2004 Edelnor colocó bonos por S/. 20'000,000. El interés de los bonos corresponde a una tasa efectiva anual de 8.563 %, por un plazo de 5 años.

Entonces tenemos que:

- Valor nominal del bono: S/. 20'000,000
- Cupón: anual
- Tasa de interés: 8.563 %.
- Plazo: 5 años.

Si consideramos como tasa de descuento la TIPMEX del 0.98% al 1 de junio del 2004, que para emplearla para traer al presente los flujos generados por el bono, tenemos que determinar el equivalente de esa tasa en soles, para lo cual es necesario considerar la depreciación. Para determinar la depreciación tenemos que dado que el tipo de cambio de venta al 02/06/03 era de S/. 3.493 por dólar, y al 31/05/04 el tipo de cambio de venta era de S/. 3.489 por dólar, entonces la depreciación era de -0.1145 % anual.

El cálculo de la depreciación se aprecia a continuación, donde Tf es el tipo de cambio al final del período y Ts es el tipo de cambio al inicio del período:

- $Tf = Ts (1 + \text{Depreciación})$
- $\text{Depreciación} = (Tf/Ts) - 1$
- $\text{Depreciación} = (3489/ 3.493) - 1$
- $\text{Depreciación} = -0.001145$

## Reflexiones sobre la transparencia en la información en el mercado primario de bonos corporativos

- Depreciación = -0.1145%

Calculada la depreciación, consideramos que la misma es la depreciación de equilibrio o variación en el tipo de cambio, que iguala las tasas de interés de diferentes monedas, entonces:

$$\text{Depreciación} = (\text{Tasa S/.} - \text{Tasa \$}) / (1 + \text{Tasa \$})$$

Despejando tenemos que:

- Depreciación ( 1 + Tasa \$) = Tasa S/. - Tasa \$
- Tasa S/. = Depreciación (1 + Tasa \$) + Tasa \$

Reemplazando obtenemos la tasa equivalente en soles a la de dólares que tenemos como costo de oportunidad:

- Tasa S/. = (-0.001145) (1+0,0098) + (0,0098)
- Tasa S/. = 0.008644
- Tasa S/. = 0.8644%

Esta tasa de 0.8644% es inferior a la TIPMN al 1 de junio de 2004 de 2.39% anual, por lo que se va a trabajar con la última como costo de oportunidad por ser mayor.

Ahora traemos al presente los flujos futuros del bono, como se aprecia en el siguiente cuadro:

Período	Cupón	Principal	Total Nominal	Facto de descuento	Valor Presente
1	1,712,600.00		1,712,600.00	0.9767	1,672,624.28
2	1,712,600.00		1,712,600.00	0.9539	1,633,581.68
3	1,712,600.00		1,712,600.00	0.9316	1,595,450.41
4	1,712,600.00		1,712,600.00	0.9099	1,558,209.21
5	1,712,600.00	20,000,000.00	21,712,600.00	0.6631	14,398,016.00
				Total	20,857,881.58

Entonces comparamos el valor presente de los flujos futuros frente al valor nominal del bono:

$$\text{Valor presente} - \text{valor nominal} = ?$$

Reemplazando obtenemos que:

$$20'857,881.58 - 20'000,000.00 = 857,881.58.$$

con lo cual bajo los supuestos anteriormente señalados, la inversión en estos bonos representa un beneficio para los inversionistas de S/. 857,881.58.

## IV. RESULTADOS OBTENIDOS

Los resultados obtenidos para el año 2002 se muestran en los siguientes cuadros:

### EMISIONES EN DÓLARES

Emisor	Emisión	Importe	Valorización de los flujos futuros	Ganancia sobre el costo de oportunidad
Consortio Agua Azul	1-C	9'000,000	10'045,146.09	1'045,146.09
Gloria	1P-3	15'000,000	15'672,507.42	672,507.42
Southern Cone Power Peru	1-A	50'000,000	82'181,567.61	32'181,567.61

### EMISIONES EN SOLES

Emisor	Emisión	Importe	Valorización de los flujos futuros	Ganancia sobre el costo de oportunidad
Luz del Sur	1P-3B	34'670,000	34'704,122.36	34,122.36
Edelnor	1P-4	20'000,000	20'033,358.04	33,358.04
Telefónica del Perú	2P-6	9'490,000	9'508,185.84	18'185.84

Los resultados obtenidos para el año 2003 se muestran en los siguientes cuadros:

### EMISIONES EN DÓLARES

Emisor	Emisión	Importe	Valorización de los flujos futuros	Ganancia sobre el costo de oportunidad
Gloria	1P-4P	3'000,000	3'611,773.84	611,773.84
Electroandes	1P-1A	50'000,000	67'878,939.16	17'878,939.16
Transmantaro	1P-2B	10'000,000	12'003,356.73	2'003,356.73

### EMISIONES EN SOLES

Emisor	Emisión	Importe	Valorización de los flujos futuros	Ganancia sobre el costo de oportunidad
Telefónica del Perú	7-A	75'000,000	75'134,045.79	134,045.79
Edegel	2P-1A	100'000,000	100'152,188.88	152,188.88
Luz del Sur	1P-A	34'811,706	34'811,706.72	31,706.72

## Reflexiones sobre la transparencia en la información en el mercado primario de bonos corporativos

---

Los resultados obtenidos para el año 2004 se muestran en los siguientes cuadros:

### EMISIONES EN DÓLARES

Emisor	Emisión	Importe	Valorización de los flujos futuros	Ganancia sobre el costo de oportunidad
Edegel	2P-5A	10'000,000	9'961,097.06	- 38,902.94
Compañía Minera Yanacocha	1P-1A	4'730,000	5'552,255.92	822,255.92
Ferreyros	1P-1A	7'500,000	8'357,490.43	857,490.43

### EMISIONES EN SOLES

Emisor	Emisión	Importe	Valorización de los flujos futuros	Ganancia sobre el costo de oportunidad
Edelnor	1P-7U	30'000,000	30'306,349.70	306,349.70
Luz del Sur	1P-7A	52'010,000	52'241,438.62	231,438.62
Edelnor	1P-10U	20'000,000	20'857,881.58	857,881.58

# CAPÍTULO IV: DERECHO SOCIETARIO Y GOBIERNO CORPORATIVO

## CONCEPTO DE BONO

Un bono es un activo o instrumento financiero, y en tal sentido pertenece al mercado financiero.

Un bono es un título valor (19) (20) que representa una acreencia a favor de su tenedor, y en contrapartida una deuda respecto de su emisor, que al momento de su emisión debe ser mayor a un año por exigencia de la ley.

El artículo 263.1 de la Ley de Títulos Valores señala 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”*. Por su parte, el artículo 264.1 establece que *“Las Obligaciones a plazo mayor de un año sólo podrán emitirse mediante Bonos”* (21).

El artículo 265.1 de la ley de títulos valores establece el siguiente contenido del título que representa una obligación:

- a. La denominación específica de la obligación que representa

- b. El lugar, fecha de emisión, y el número que le corresponde.
- c. El nombre y domicilio, su capital y datos de su inscripción en el Registro Público.
- d. El importe, reajuste o actualización si corresponde.
- e. La emisión y serie a la que pertenece.
- f. La fecha de la escritura pública del contrato de emisión, nombre del Notario, resolución que autoriza su inscripción en el Registro Público del Mercado de valores.
- g. El nombre del representante de los obligacionistas y garantías específicas.
- h. El número de obligaciones que representa.
- i. El nombre del tomador en caso de ser nominativo o la indicación que se trata de un valor al portador.
- j. La firma del emisor o representante.

Por su parte, el artículo 266 de la ley de Títulos Valores dispone que el emisor de obligaciones debe llevar una matrícula de obligaciones por cada emisión y serie, en la que se anotarán las transferencias, canjes, desdoblamientos. Sin embargo, esta matrícula no será necesaria en el caso que las obligaciones estén representadas por anotaciones en cuenta en el registro de la Institución de Compensación y Liquidación de Valores.

En la medida en que se va sofisticando el mercado financiero encontramos diferentes clases de bonos, así tenemos los siguientes:

**Bonos corporativos:** Son aquellos bonos que son emitidos por las empresas no financieras.

**Bonos subordinados:** Son emitidos por instituciones del sistema bancario financiero. Se les denomina subordinados, debido a que los mismos se encuentran supeditados, en caso de incumplimiento, al pago previo de los depósitos de los ahorristas.

**Bonos de arrendamiento financiero:** Son aquellos que tienen por objetivo el obtener recursos para operaciones de arrendamiento financiero.

**Bonos cupón cero:** Son aquellos bonos en los cuales no se paga un cupón sino que se colocan debajo de la par, y, que se redimen a su vencimiento a su valor nominal, por lo que el interés implícito obtenido es el menor valor que se paga debajo de su valor nominal.

**Bonos convertibles en acciones:** Son bonos que contienen una cláusula por la cual es posible que en lugar de redimir el bono, el mismo se capitalice por acciones.

**Bonos estructurados:** Estos bonos se caracterizan porque están vinculados a un derivado (22).

## **FALTA DE UNIFICACIÓN DE LA LEGISLACIÓN**

Una primera limitación en el análisis del proceso de emisión de bonos, es la falta de unificación de la legislación, así tenemos la Ley de Títulos Valores, la Ley General de Sociedades y la Ley del Mercado de Valores.

Esta falta de uniformidad origina que se presenten vacíos en la protección de los accionistas minoritarios.

A continuación se aprecia como las referidas leyes se dividen y comparten temas en la regulación de los bonos corporativos:

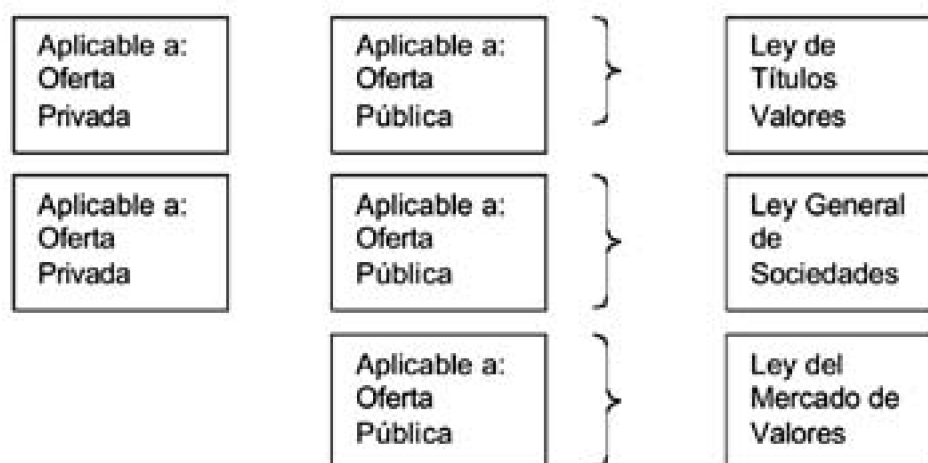


Como se puede apreciar en el esquema presentado, resulta lógico ordenar la legislación, colocando en una misma norma el contenido de los bonos que figura en la Ley de Títulos Valores, el contrato de emisión al que se hace referencia en la Ley del Mercado de Valores y el contenido de la escritura pública a que se refiere la Ley General de Sociedades.

De esta manera, quedaría en la Ley de Títulos Valores la definición de bono, en la Ley General de Sociedades, los aspectos vinculados a la aprobación de los bonos por parte de la Junta General de Accionistas, mientras que el contenido correspondería ser regulado por la Ley del Mercado de valores, así como su inscripción, como se aprecia en el siguiente cuadro:



Es necesario tener en cuenta el marco de acción de cada una de las leyes, como se aprecia en el siguiente cuadro:



Como se ha destacado existe una duplicidad de esfuerzos por parte de la Ley del Mercado de Valores y la Ley General de Sociedades, respecto al contrato de emisión y escritura pública.

De acuerdo a lo dispuesto por el artículo 88° de la Ley del Mercado de Valores, el contrato de emisión debe ser suscrito entre el emisor y el representante de los obligacionistas, consignar los derechos y deberes de éstos, así como de los futuros obligacionistas, y debe contener cuando menos:

- a. Las características de la emisión:
  - i) Importe total, series, cupones.
  - ii) Valor nominal, plazo, período de gracia, tasa de interés, primas, tasa de reajuste del valor nominal.
  - iii) Sorteos, rescates, garantías.
  - iv) Descripción de los aspectos relevantes del programa de emisión a los cuales pertenecen.
- b) Restricciones al actuar del emisor y sus responsabilidades:
  - i) El suministro continuo de información relativa a su marcha económico-financiera y a cambios en su administración.
  - ii) La conservación y sustitución de los activos afectados en garantía.
  - iii) El derechos de los obligacionistas a disponer inspecciones y auditorías.
  - iv) El procedimiento para la obtención del representante de los obligacionistas.
  - v) Los deberes y responsabilidades del representante de los obligacionistas.
- c) Disposiciones sobre el arbitraje entre la sociedad, los obligacionistas y el representante de los obligacionistas.

Por su parte, el artículo 308° de la Ley General de Sociedades, establece que la escritura pública es el documento en el que constará la emisión de obligaciones, y en la que deberá concurrir el Representante de los Obligacionistas (artículo 308° LGS).

La escritura pública deberá contener:



- Respecto de la sociedad emisora
  - Nombre
  - Capital
  - Objeto
  - Domicilio
  - Duración
  
- Las condiciones de la emisión:
  - De las series tratándose de programas
  
- De las obligaciones:
  - Valor nominal
  - Intereses
  - Vencimientos
  - Descuentos
  - Primas
  - Modo de pago
  - Lugar de pago
  
- El importe total de la emisión:
  - El de cada una de las series o etapas
  
- Las garantías de la emisión
- Respecto del sindicato de obligacionistas:
  - Su régimen
  - Las reglas fundamentales sobre sus relaciones con la sociedad.
  
- Cualquier otro pacto o convenio sobre la emisión.

Esta duplicidad de esfuerzos entre la Ley del Mercado de Valores y la Ley General de Sociedades no hace sino confirmar la necesidad de unificar la legislación, en tal sentido, sería conveniente que la primera de las leyes asumiera en su integridad la normatividad respecto a la emisión de obligaciones.

La existencia de la escritura pública es una exigencia a nivel internacional, la Ley del Mercado de Valores de España, en su artículo seis, señala que debe depositarse una

copia de la escritura ante la entidad encargada del registro contable cuando los valores se representen por medio de anotaciones en cuenta, así como ante la Comisión del Mercado de Valores, que la incorporará a su registro público, estando a disposición del público, y cuando se trate de valores admitidos a negociación en un mercado secundario, ante la entidad que lo administre.

La Ley del Mercado de Valores de Chile, en su artículo 104°, también exige la escritura pública para la emisión de obligaciones, la que debe ser remitida a la Superintendencia por parte del representantes de los futuros tenedores de bonos, quien es designado por el emisor en la escritura pública, y que puede ser posteriormente cambiado por la junta general de tenedores de bonos.

La escritura para la legislación chilena deberá contener los siguientes aspectos:

- Las características y modalidades de la emisión.
- La designación del administrador extraordinario de los fondos a recaudarse y del encargado de la custodia.
- Los derechos y obligaciones del emisor, del administrador extraordinario, del encargo de la custodia, de los tenedores de los bonos y de su representante.

Adicionalmente, la ley chilena considera los siguientes aspectos que debe incluirse:

a. Las informaciones jurídicas y económicas respecto del administrador extraordinario y del encargado de la custodia y la determinación de sus respectivas remuneraciones;

b. Los límites del endeudamiento, la finalidad del empréstito y el uso que se dará a los recursos.

c. Las obligaciones, limitaciones y prohibiciones a que se sujetará el emisor en defensa de los intereses de los tenedores de bonos; las facultades de fiscalización y medidas de protección al tratamiento igualitario a los tenedores de bonos;

d. Los peritos calificados que el administrador extraordinario deberá consultar;

e. Procedimiento de elección, reemplazo y remoción, derechos, deberes y responsabilidades del representante de los tenedores de bonos y normas de las juntas de acreedores, y

f. La naturaleza del arbitraje a que deberán ser sometidas las diferencias.

Para la ley peruana para que la emisión de obligaciones pueda realizarse en una o más etapas o más series debe ser aprobada en junta de accionistas. (artículo 304° LGS).

Las condiciones de la emisión deben ser determinadas por la junta general de accionistas, salvo que (artículo 306° LGS):

- Estén determinadas por la ley
- Estén determinadas por el estatuto

con lo cual queda un vacío respecto a cuáles son las condiciones mínimas para que se considere que el acuerdo de la junta general de accionistas es válido respecto a la

aprobación de obligaciones.

La Ley General de Sociedades se limita a establecer “condiciones necesarias”, las cuales son:

- La constitución de un sindicato de obligacionistas
- La designación de un representante de los futuros obligacionistas, que concurra al contrato de emisión, el mismo que deberá ser:
  - Empresa bancaria
  - Financieras
  - Sociedad agente de bolsa. (En el caso de la Ley del Mercado de Valores de Chile, el artículo 115° señala que sólo los bancos, y financieras pueden ser representantes de los tenedores de bonos y administradores extraordinarios).

Cabe señalar que muchas condiciones operativas no pueden ser señaladas a priori por la Junta General, y en todo caso resultaría inconveniente que así fuera, en la medida en que tiene que estructurarse primero la emisión para proceder luego a la designación del representante de los obligacionistas. Por lo que resulta prudente entender que las condiciones que deben estar determinadas por la Junta General de Accionistas están constituidas por el importe máximo de las obligaciones, su tipo de moneda y el plazo. No se incluye el interés a pagarse, aún considerando su importancia, en la medida en que es lo último que suele negociarse con los inversionistas y usualmente su determinación es previa a la colocación y emisión.

Por su parte, el artículo 312° de la Ley General de Sociedades, permite a la Junta General de Accionistas, una vez aprobado el acuerdo de emisión de obligaciones, que pueda delegar en el Directorio, o cuando éste no exista en el administrador de la sociedad, todas las decisiones, incluida la ejecución del proceso de emisión, con lo cual el Directorio es el verdadero encargado del proceso, al menos a primera vista, en la medida en que no hay prohibición en que el Directorio a su vez delegue las facultades necesarias a un funcionario como el Gerente General para que establezca las condiciones de la emisión.

## Convocatoria a Junta General de Accionistas.

Corresponde al Directorio convocar a Junta General de Accionistas, y en el caso de las sociedades anónimas abiertas también al gerente, así como accionistas que representen por lo menos un 20%, de acuerdo a lo dispuesto por el artículo 113° de la Ley General de Sociedades. No obstante, este último caso no es la convocatoria propia de una emisión de obligaciones, si bien “teóricamente” sería posible.

Compete a la Junta General de Acciones aprobar la emisión de obligaciones de acuerdo a lo dispuesto por el artículo 115°, numeral 4 de la Ley General de Sociedades.

Para que la Junta se instale válidamente es necesario que se publique el aviso de convocatoria con no menos de 10 días de anticipación a la fecha fijada para celebración, en el caso de las sociedades anónimas ordinarias, si es que se trata de una Junta prevista en el estatuto de acuerdo a lo dispuesto por el artículo 116° de la Ley General de Sociedades, mientras que el plazo será no menor de 3 días si no está prevista en el estatuto.

En el caso de las sociedades anónimas abiertas la publicación de la convocatoria debe realizarse con 25 días de anticipación de acuerdo a lo dispuesto por el artículo 258° de la Ley General de Sociedades.

El aviso de convocatoria debe contener de acuerdo a lo dispuesto por el artículo 116° de la Ley General de Sociedades los siguientes datos:

- Lugar de celebración de la Junta.
- Día de celebración de la Junta
- Hora de celebración de la Junta
- Asuntos a tratar

Es imprescindible que se estipule que uno de los asuntos a tratar es la emisión de obligaciones, porque la Junta no puede tratar asuntos distintos a los establecidos en el aviso de convocatoria.

Este aspecto tan importante de cumplir con los requisitos del aviso de convocatoria era analizado por el Registrador Público al momento en que se inscribía en los Registros Públicos la escritura de emisión de obligaciones, de acuerdo a lo dispuesto por el artículo 232° de la antigua Ley General de Sociedades.

Con la nueva Ley General de Sociedades, si la emisión no tiene garantías que deban inscribirse, está permitido que se coloquen los bonos desde la fecha de la escritura pública de emisión, de acuerdo a lo dispuesto por el artículo 308° de la Ley General de Sociedades. Lo cual evidentemente se hizo para facilitar las emisiones.

Sin embargo, verificar que se ha cumplido con el aviso de convocatoria y sus requisitos no figura entre los requisitos de la documentación a presentarse a CONASEV, ni en los requisitos exigidos para la escritura pública de emisión. Esta omisión constituye una debilidad en la transparencia en el proceso de emisión, dado que podrían emitirse bonos que hayan sido aprobados en Junta de Accionistas, que sin embargo, no han cumplido con los requisitos propios de la convocatoria, en especial respecto del derecho de información de los accionistas.

## **Falta de Protección del Derecho de Información de los Accionistas**

El artículo 175° de la Ley General de Sociedades dispone que el Directorio debe

proporcionar a los accionistas y al público las informaciones de la sociedad respecto de las siguientes situaciones:

- Legal
- Económica
- Financiera

con las siguientes características:

- Suficiente
- Fidedignas
- Oportunas

Sin embargo, no precisa en qué consiste dicha información. Lo cual se agrava porque, adicionalmente, no se señala ninguna sanción en caso que la información no sea proporcionada por el directorio, con lo cual la aplicación de este artículo se encuentra limitada.

De otro lado, el artículo 130° de la Ley General de Sociedades señala que desde el día de la publicación de la convocatoria a junta general de accionistas deben estar a disposición de los accionistas:

- Documentos
- Mociones
- Proyectos

relacionados con el objeto de la junta general, sin embargo, nuevamente no se indica cuál es la sanción en caso de incumplimiento.

La situación antes comentada se agrava en la medida en que con su incumplimiento estamos ante un supuesto de uso de información privilegiada, en la medida en que el accionista mayoritario tiene una información que posteriormente aprobará en la Junta, sin que la misma haya sido proporcionada al minoritario.

La Ley General de Sociedades dispone que los accionistas pueden solicitar los informes o aclaraciones que estimen necesarios acerca de los asuntos comprendidos en la convocatoria en dos momentos:

- Con anterioridad a la junta general
- Durante el curso de la junta general

El Directorio está obligado a proporcionar la información, salvo que juzgue que tal revelación perjudicará el interés social. Sin embargo, no podrá rehusarse si la solicitud la formulan accionistas que representen al menos el 25% de las acciones suscritas con derecho a voto. Empero, tal porcentaje deja prácticamente desprotegido el derecho a la información de los accionistas minoritarios, más aún en los casos de sociedades anónimas abiertas donde los minoritarios tienen menos del 5%.

Por su parte el artículo 224° de la LGS señala que a partir de la publicación de la convocatoria cualquier accionista puede obtener de forma gratuita copias de:

- La memoria
- Los estados financieros
- La propuesta de aplicación de las utilidades

La memoria que es preparada por el directorio debe contener:

- La marcha y estado de los negocios
- Los proyectos desarrollados
- Los principales acontecimientos ocurridos durante el ejercicio
- La situación de la sociedad
- Los resultados obtenidos
- Las inversiones de importancia realizadas durante el ejercicio
- La existencia de contingencias significativas
- Los hechos de importancia ocurridos luego del cierre del ejercicio
- Cualquier otra información relevante que la junta deba conocer

La referencia de “hechos de importancia” la Ley General de Sociedades la está aplicando aquí para cualquier compañía, sin embargo, el concepto de “hechos de importancia” es un concepto de aplicación para las empresas que cotizan en Bolsa.

Sin embargo, nuevamente la ley se olvida de establecer cuál es la sanción en caso que la misma no sea entregada o que la entrega de la misma sea tardía.

En el caso de las sociedades anónimas abiertas, para la información fuera de junta, según el artículo 261° de la LGS, se exige que la solicitud de información sea solicitada por no menos del 5% del capital pagado, siempre que no se trate de hechos reservados cuya divulgación pueda perjudicar a la sociedad. Se permite acudir a la CONASEV en caso de discrepancia sobre el carácter confidencial o reservado de la información. Sin embargo, tal exigencia del porcentaje, restringe el derecho de información de los accionistas minoritarios, que como ya se ha señalado puede no alcanzar el 5%.

Por su parte la ley del mercado de valores de España, artículo 117°, incluye la posibilidad de utilizar medios informáticos o telemáticos para cumplir con la obligación de informar a los accionistas.

Una posición de mayores exigencias para la transparencia de la información la podemos encontrar en el artículo 117° de la Ley de Mercado de Valores de España que obliga a las compañías a disponer de una “página web” para difundir la información relevante y proteger el derecho de información de los accionistas y que corresponde al Consejo de Administración (Directorio) establecer el contenido.

El artículo 112° exige la publicidad de los pactos parasociales, mediante los cuales se regulan el derecho a voto en juntas generales, se limita la transmisibilidad de las

acciones, o están vinculados a obligaciones convertibles, los cuales deben ser comunicados como hechos relevantes.

El artículo 116° dispone que se haga público el Informe Anual de Gobierno Corporativo, el mismo que también debe ser comunicado a la Comisión Nacional de Valores como hecho relevante, cuyo contenido es el siguiente:

a) Estructura de propiedad de la sociedad de participaciones significativas, indicando las relaciones de índole familiar, comercial, contractual o societaria que exista, así como su representación en el consejo; las participaciones accionariales de los miembros del consejo de administración, pactos parasociales y autocartera.

b) Estructura de la administración, composición, reglas de organización y funcionamiento, comisiones; identidad, remuneración, sus relaciones con accionistas con participaciones significativas, consejeros vinculados y los procedimientos de selección, remoción o reelección.

c) Operaciones vinculadas con accionistas, administradores y operaciones intragrupo.

d) Sistemas de control del riesgo.

e) Funcionamiento de la junta general.

f) Grado de seguimiento de las recomendaciones de gobierno corporativo, o, la explicación de la falta de seguimiento.

## **Debilidad en la legislación de permitir un patrimonio neto negativo al momento de la emisión**

El artículo 305° de la Ley General de Sociedades establece que el límite para el importe de las obligaciones, a la fecha de emisión no podrá ser superior al patrimonio neto, salvo que:

Se haya otorgado garantía específica. En este caso, la garantía debiese ser de un tercero, porque con un patrimonio negativo el riesgo sería muy alto para adquirir las emisiones.

Las garantías específicas de la emisión pueden ser (artículo 307°):

- Derechos reales de garantía
- Fianza solidaria emitida por:
  - Entidades del sistema financiero nacional
  - Compañías de seguros:

Nacionales

## Extranjeras

- Bancos extranjeros

Que la operación se realice para solventar el precio de bienes cuya adquisición o construcción hubiese contratado de antemano la sociedad, con lo cual igual se tiene un patrimonio neto negativo.

El permitir que se emitan valores teniendo un patrimonio neto negativo resulta sumamente riesgoso para el mercado, y en la práctica poco viables por el riesgo que representan.

Por su parte, la Ley del Mercado de Valores de Chile, en su artículo 119° acepta que las emisiones puedan hacerse con o sin garantía, en el caso de prenda la entrega se hará al representante de los tenedores de bonos o a quien éste designe. De manera similar sucede con las hipotecas, donde no se individualiza a los acreedores, sino que la constitución de la misma se hará al representante de los tenedores de bonos o a quien este designe, conjuntamente con la fecha y notario ante el cual se otorgó. Asimismo, le corresponde al representante de los tenedores de bonos aceptar las modificaciones o sustitución de las garantías, o consentir su alzamiento, y recibir las citaciones y notificaciones que deban practicarse a los acreedores hipotecarios y prendarios.

## **CONFLICTO DE INTERESES**

### **Administración de las sociedades**

La Ley General de Sociedades establece en su artículo 152° que “La Administración de la sociedad está a cargo del Directorio y de uno o más gerentes”.

Precisa la Ley General de Sociedades en su artículo 190° señala que el Gerente responde ante la sociedad, los accionistas (que son inversionistas), y terceros (que bien pueden ser los acreedores, los trabajadores, la comunidad), por los daños y perjuicios que ocasione por el incumplimiento de sus obligaciones, dolo, abuso de facultades y negligencia grave.

La gerencia es responsable de la administración de la sociedad, conjuntamente con el Directorio, el artículo 191° precisa que el gerente es responsable, solidariamente con los miembros del Directorio, cuando participe en actos que den lugar a responsabilidad de éstos o cuando, conociendo la existencia de esos actos, no informe sobre ellos al Directorio o a la Junta General.

Asimismo, el artículo 194° establece que es nula toda norma estatutaria o de acuerdo de junta general o del directorio tendiente a absolver en forma antelada de



responsabilidad al gerente.

Sin embargo, de acuerdo a lo dispuesto por el artículo 197° la responsabilidad civil del gerente caduca a los dos años del acto realizado u omitido por éste, sin perjuicio de la responsabilidad penal.

El gerente es particularmente responsable de:

- La existencia, regularidad y veracidad de los sistemas de contabilidad, los libros que la ley ordena llevar a la sociedad y los demás libros y registros que debe llevar un ordenado comerciante.
- El establecimiento y mantenimiento de una estructura de control interno diseñada para promover una seguridad razonable de que los activos de la sociedad estén protegidos contra uso no autorizado y que todas las operaciones son efectuadas de acuerdo con autorizaciones establecidas y son registradas apropiadamente.
- La veracidad de las informaciones que proporcione al directorio y la junta general.
- El ocultamiento de las irregularidades que observe en las actividades de la sociedad.
- La conservación de los fondos sociales a nombre de la sociedad.
- El empleo de los recursos sociales en negocios distintos del objeto de la sociedad.
- La veracidad de las constancias y certificaciones que expida respecto del contenido de los libros y registros de la sociedad.
- Poner a disposición de los accionistas los documentos, mociones y proyectos referidos a la junta general de accionistas, informar a los accionistas, proporcionarles la memoria y estados financieros antes de la junta general.
- El cumplimiento de la ley, el estatuto y los acuerdos de la Junta General y del Directorio.

El artículo 192° en concordancia con el artículo 179° establece que el gerente sólo puede celebrar con la sociedad contratos que versen sobre aquellas operaciones que normalmente realice la sociedad con terceros siempre que se concerten en las condiciones de mercado. La sociedad sólo puede conceder crédito o préstamos a los gerentes u otorgar garantías a su favor cuando se trate de aquellas operaciones que normalmente celebre con terceros.

Por su parte la ley de sociedades de España, en su título X, de las sociedades cotizadas, capítulo III, de los órganos sociales, señala en su artículo 113° que se deberá contar con una reglamento tanto para la junta de accionistas como para el consejo de administración, que es el equivalente al directorio.

El artículo 114°, referido a los deberes de los administradores, dispone que el administrador no podrá ejercitar el derecho de voto en los casos en que se encuentra frente a un conflicto de intereses, tales como:

- a) Su nombramiento o ratificación como administrador.
- b) Su destitución, separación o cese como administrador.
- c) El ejercicio de la acción social de responsabilidad dirigida contra él.

d) La aprobación o ratificación, cuando proceda, de operaciones de la sociedad con el administrador de que se trate, sociedades controladas por él o a las que represente o personas que actúen por su cuenta.

Adicionalmente, en la memoria social debe informarse sobre las operaciones con la sociedad o del grupo, cuando las mismas sean ajenas al tráfico ordinario de la sociedad o no se realicen en condiciones normales de mercado, y deberán abstenerse de realizar o sugerir operaciones vinculadas a la sociedad o grupo si dispone de información privilegiada o reservada.

El artículo 155°, referido al consejo de administración (directorío), dispone que el citado consejo de administración apruebe un reglamento interno y de funcionamiento, el que deberá ser comunicado a la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

El proyecto de la Ley del Mercado de Valores de Colombia señala en su título IV, de los deberes de los vigilados y del funcionamiento ordenado del mercado, capítulo I, disposiciones generales aplicables a los vigilados que se deberá contar con:

- Un contralor normativo
- Un defensor del cliente

El artículo 31° dispone que quien pretenda ser administrador deberá acreditar ante la Superintendencia de Valores:

- Un buen comportamiento crediticio
- Idoneidad moral
- Buena reputación moral y profesional
- Contar con una experiencia mínima de cinco años en materia financiera, legal o contable.

Prohíbe desempeñarse como administradores a quienes:

- Ejercen o hayan ejercido, dentro del año anterior a su designación, en un cargo directivo funciones de inspección, vigilancia o control en la Superintendencia de Valores o Bancaria;
- Quienes tengan litigio pendiente con el vigilado de que se trate;
- Se hayan desempeñado como revisor fiscal, auditor interno, contralor normativo o defensor del cliente de la entidad durante el año anterior.

El artículo 32°, referido a operaciones con socios o administradores y parientes, dispone que en el caso de las operaciones con la sociedad en que participen accionistas con más del 5%, con los administradores, o sus cónyuges, o parientes dentro del segundo grado de consanguinidad o afinidad, requerirán para que se apruebe la operación el voto unánime de los asistentes de la junta directiva

El artículo 33°, referido al contralor normativo, señala la exigencia de contar con un contralor normativo, nombrado por la unanimidad de la junta directiva, quien asistirá a las

reuniones de la misma, con voz pero sin voto, quien tendrá como mínimo las siguientes funciones:

a. Establecer los procedimientos para asegurar que se cumpla con las leyes, reglamentos, estatutos y, en general, toda la normatividad que afecte a la entidad.

b. Proponer a la Junta Directiva el establecimiento de medidas para prevenir conflictos de interés y evitar el uso indebido de información.

c. Documentar e informar a la Junta Directiva de las irregularidades que puedan afectar el sano desarrollo de la sociedad.

Se precisa que las funciones del contralor normativo se ejercerán sin perjuicio de las que correspondan al revisor fiscal, al comité de auditoría y al auditor interno de la sociedad.

El artículo 34°, referido al defensor del cliente, dispone la exigencia de contar con un defensor del cliente, quien conocerá de las quejas de los mismos respecto a los servicios prestados por la sociedad, y será designado por la asamblea general de socios o asociados, debiendo ser independiente de la administración, no podrá desempeñar otra función en la sociedad, debiendo resolver en un plazo de 15 días las quejas de los clientes, luego de lo cual el cliente podrá apelar ante la Superintendencia de Valores.

## La función del Directorio:

La función del Directorio (23) de supervisión de los funcionarios de la sociedad, tiene el objetivo de alinear los intereses los accionistas con los intereses de los funcionarios de las compañías. Más aún cuando los inversionistas suelen estar desvinculados de la gestión.

Para que el Directorio pueda cumplir tal función es necesario que el mismo sea integrado por un número de directores independientes que respondan a características de prestigio profesional, que estén desvinculados de los funcionarios de la compañía así como de los accionistas significativos.

Los directores independientes deben estar desvinculados de los accionistas significativos para garantizar la objetividad y transparencia de la gestión, garantizando así el respeto a los derechos de todos los accionistas, ya sean mayoritarios o minoritarios.

A efectos de poder cumplir una función de transparencia los directores independientes, es necesario que los mismos sean mayoría dentro del Directorio respecto a los directores que son funcionarios de la compañía, porque de no ser así no sería posible que el Directorio supervisase la gestión de los funcionarios.

## El Director Independiente

El director debe cumplir con algunos requisitos para ser considerado “independiente”:

- Deberá contar con condiciones de profesionalismo, capacidad y experiencia que represente un conocimiento del mercado dentro del cual se desempeñe, para poder así agregar valor con su presencia.
- No debe haber tenido una vinculación importante con la empresa.

La función del director independiente es transmitir transparencia a la organización a los ojos de los inversionistas. Se busca así que las decisiones en la gestión cuenten con una visión objetiva, equilibrada, entre las decisiones de los ejecutivos y la de los accionistas.

Al estar los inversionistas interesados más en invertir en valores que en gestionar las compañías, las mismas terminan siendo dirigidas por los ejecutivos, cuyos intereses pudiesen entrar en conflicto con los intereses de los accionistas. Así, el director independiente cumple una función de supervisar la gestión de los ejecutivos en relación con los intereses de los accionistas.

Una característica importante del director independiente es que no depende de los accionistas que controlan la compañía, ni forma parte de los ejecutivos que la gestionan. Así su función es la de dotar de equilibrio a los intereses que se presentan en el directorio. En el Perú no se ha regulado sobre la figura del “director independiente”, el mismo que se encuadra dentro de las prácticas del buen gobierno corporativo.

Se sugiere que en caso que en caso que el se acumule el cargo de Presidente del Directorio con el de Gerente General, se adopten las medidas para reducir los riesgos que podría involucrar la acumulación de poder.

El Secretario del Directorio debe cumplir una función de apoyo a los directores, debiendo ser su función la de garantizar la transparencia de la información y del accionar del Directorio así como de la legalidad de sus actos, por lo cual es necesario velar por su independencia.

En caso de existir comisiones ejecutivas en el Directorio, es necesario que éste último esté al tanto de las decisiones adoptadas, así como que se refleje equilibrio en su composición con la participación de los directores independientes.

Dentro del Directorio deben designarse comisiones conformadas exclusivamente por directores independientes respecto a temas tales como información y control contable por parte de la comisión de auditoría, selección de directores y altos funcionarios por la comisión de nombramientos, diseño de la política de retribuciones por la comisión de retribuciones, y, evaluación de la gestión por parte de la comisión de cumplimiento.

Es necesario dotar a los directores de la información que requieran para preparar las sesiones del Directorio.

Es conveniente que al menos una vez al año se evalúe el desempeño del propio Directorio.

La selección de los directores debe darse dentro de un procedimiento formal y transparente, en concordancia con la propuesta de la Comisión de Nombramientos.

Por su parte, la Ley del Mercado de Valores de México, artículo 14° bis, acepta la

figura de los consejeros o directores independientes, quienes deben ser seleccionados teniendo en cuenta las siguientes características:

- experiencia
- capacidad
- prestigio profesional

Se precisa que no pueden ser considerados directores independientes:

- Empleados y directivos de la sociedad, incluyendo a los que han dejado la sociedad durante el año anterior;
- Accionistas con poder de mando sobre los directivos;
- Quienes presten servicios de asesoría o consultoría a la emisora o empresas del grupo económico, cuyos ingresos representen el diez por ciento o más de sus ingresos;
- Clientes, proveedores, deudores, acreedores, socios, consejeros o empleados de una sociedad que sea cliente (10% de las ventas totales), proveedor (10% de las ventas totales), deudor o acreedor importante (mayor del 15% de activos de la sociedad o contraparte).
- Trabajadores de entidades que reciban donativos importantes de la sociedad (15% del total de donativos).
- Directivos de alto nivel de una sociedad en cuyo consejo de administración participe el director general o un directivo de alto nivel de la emisora, y
- Cónyuges o concubinos, así como los parientes por consanguinidad, afinidad o civil.

Por su parte la Ley Sarbanes Oxley de los Estados Unidos estableció las siguientes obligaciones para la administración de la sociedad:

- Deberá hacerse público las transacciones que estén fuera del balance.
- Prohibición de otorgar a los directores o funcionarios los préstamos que no correspondan a la actividad normal del negocio y en condiciones de mercado
- Deberán elaborar informes de control interno anuales.
- Se deberá adoptar códigos de ética para sus funcionarios principales o indicar por qué no lo han hecho
- Se deberá hacer público los cambios materiales
- El gerente general y el gerente financiero deben certificar los informes financieros
- Los directores y funcionarios están prohibidos de proporcionar información engañosa a la firma auditora.
- En caso de conducta se deberá hacer devolución de las bonificaciones, premios o utilidades recibidas
- El gerente general y el gerente legal deberán recibir los reportes de abogados de la empresa sobre violaciones a la Ley del Mercado de Valores, y en caso de no tomarse

acciones, deberá ser reportado al Comité de Auditoría.

Los directores en caso que su conducta perjudique a la sociedad, así como se vea afectada la reputación de la misma, deben renunciar.

Es necesario que los directores actúen con lealtad con la sociedad, tal deber de lealtad también debe ser de aplicación a los accionistas significativos que realizan negocios con la sociedad y que podrían hacer mal uso de su condición de accionistas significativos. Deben, asimismo, respetar la confidencialidad y declarar las situaciones de conflictos de intereses, para que la sociedad adopte las medidas necesarias. Se debe potenciar la comunicación con los accionistas, en especial con los inversionistas institucionales.

El Directorio debe velar por la independencia de los auditores externos, así como se debe informar de los ingresos de los auditores por servicios diferentes a los de auditoría.

Todos los puntos anteriormente comentados buscan dotar de transparencia al mercado, a efectos de proteger al inversionista, a través de permitirle un mayor acceso a la información de las sociedades emisoras de valores. Sin embargo, hasta aquí la información proporcionada al mercado ha partido de las propias compañías.

Con la figura del director independiente lo que busca el mercado es de alguna manera "garantizar" que la información que las compañías brindan al mercado sean transparentes y confiables.

El objetivo aquí es nuevamente dotar de una mayor transparencia tanto al mercado como a las organizaciones que la conforman (24).

El proyecto de Ley del Mercado de Valores de Colombia acepta las figuras del comité de auditoría y del director independiente.

El artículo 42° señala que se considerará como accionistas minoritarios aquellos que no formen parte del grupo controlante, ya sea de manera directa o indirecta, y se establece la obligatoriedad de contestar las propuestas y preguntas a la junta directiva, si se cuenta con al menos 5% de las acciones, y de acuerdo a lo dispuesto por el artículo 43°, a pedido de no menos del 10% de las acciones suscritas, la Superintendencia de Valores debe convocar a una asamblea extraordinaria.

El artículo 46° dispone el derecho de retiro del accionista en caso de enajenación de activos, que representan al menos 25% del total de activos o cuando tales activos generen el 30% de los ingresos operacionales.

El artículo 47° señala que la Juntas Directivas estarán conformadas entre 5 y 15 miembros sin suplentes, se exige que al menos el 25% sea independiente, y quien presida la junta directiva no podrá ser representante legal de la entidad.

El artículo 48° dispone que los préstamos y planes de beneficios a directivos, empleados y socios deben ser aprobado por unanimidad de la junta directiva.

El artículo 49° señala que el Comité de Auditoría tendrá al menos 3 miembros de la Junta Directiva, incluirá a todos los independientes, y será presidido por uno de ellos, a sus sesiones asistirá el revisor fiscal con voz pero sin voto, las decisiones se adoptaran por mayoría simple, podrá contar con los especialistas que consideren necesarios, y se

reunirá por lo menos cada 3 meses.

El Comité de Auditoría tendrá a su cargo:

- Supervisar que se cumpla el programa de auditoría interna
- Aprobar los estados financieros a presentarse a los órganos de la sociedad

El artículo 50° exige que el director independiente cuente con experiencia para cumplir sus funciones, la misma que califica como “adecuada”.

El artículo 51° establece que para ser considerado independiente no deben presentarse ninguno de los siguientes supuestos respecto a los mismos:

1. Ser empleado o directivo del emisor o de alguna de sus filiales, subsidiarias o controlantes, incluyendo aquellas personas que hubieren tenido tal calidad durante el año inmediatamente anterior a la designación, salvo que se trate de la reelección de una persona independiente.

2. Ser accionista que directamente o en virtud de convenio dirijan, orienten o controlen la mayoría de los derechos de voto de la entidad o que determinen la composición mayoritaria de los órganos de administración, de dirección o de control de la misma.

3. Ser socio o empleado de asociaciones o sociedades que presten servicios de asesoría o consultoría al emisor o a las empresas que pertenezcan al mismo grupo económico del cual forme parte ésta, cuando los ingresos por dicho concepto representen para aquellos, el veinte por ciento (20%) o más de sus ingresos operacionales.

4. Ser cliente, proveedor, deudor, acreedor, socio, consejero o empleado de una persona que sea a su vez cliente, proveedor, deudor o acreedor importante del emisor.

Se considera que un cliente es importante cuando los ingresos provenientes de las compras de bienes o servicios efectuadas por él representen más del veinte por ciento (20%) de las ventas totales o ingresos totales del emisor.

Se considera que un proveedor es importante cuando el valor de los bienes o servicios adquiridos a él representen más del veinte por ciento (20%) del costo de ventas o de los gastos de administración y ventas del emisor.

5. Ser empleado odirectivo de una fundación, asociación o sociedad que reciba donativos importantes del emisor.

Se consideran donativos importantes aquellos que representen más del veinte por ciento (20%) del total de donativos recibidos por la respectiva institución.

6. Ser administrador de una entidad en cuya junta directiva participe un representante legal del emisor.

7. Recibir del emisor alguna remuneración diferente a los honorarios como miembro de la junta directiva o del comité de auditoría.

8. Ser cónyuge, compañero permanente o pariente.

Por su parte la Ley del Mercado de Valores de México incorpora la figura de los

comisarios.

El artículo 14 bis señala que las sociedades emisoras están sujetas a lo siguiente:

- La sociedad podrá adquirir sus propios acciones, a través de la Bolsa de Valores, siempre que cuente con aprobación de la asamblea de accionistas, hasta el límite del saldo neto de las utilidades.

- La sociedad podrá emitir acciones sin derecho a voto.

- Podrán designar un comisario los accionistas que representan al menos un diez por ciento del capital.

- El consejo de administración estará conformado entre 5 y 20 consejeros propietarios, de los cuales al menos el 25% debe ser independiente.

La sociedad contará con un comité de auditoría, cuya presidente y mayoría integrante deben ser independientes, asistirán a las sesiones del comité los comisarios, quienes tendrán voz y no voto.

- Las funciones del comité son las siguientes:

a. Elaborar un reporte anual sobre sus actividades y presentarlo al consejo de administración;

b. Opinar sobre transacciones con personas relacionadas.

c. Proponer la contratación de especialistas independientes.

- En cuanto a las asambleas de accionistas:

a) Los accionistas con al menos el diez por ciento del capital social podrán solicitar se convoque a una asamblea general de accionistas;

b) Desde el momento en que se publique la convocatoria para las asambleas de accionistas, deberán estar a disposición de los mismos, de forma inmediata y gratuita, la información y los documentos relacionados con cada uno de los puntos establecidos en el orden del día;

c) Las personas que acudan en representación de los accionistas a las asambleas de la emisora, podrán acreditar su personalidad mediante poder otorgado en formularios elaborados por la propia emisora.

La observancia de lo antes dispuesto corresponde al Secretario del Consejo de Administración.

d) La acción de responsabilidad podrá ser iniciada por accionistas que representen cuando menos el quince por ciento del capital social. Dicha acción podrá ejercerse también respecto de los comisarios e integrantes del comité de auditoría, ajustándose al citado precepto legal;

e) Los accionistas que representen al menos el diez por ciento de las acciones representadas en una asamblea, podrán solicitar que se aplase la votación de cualquier asunto respecto del cual no se consideren suficientemente informados.

El artículo 14 Bis 5 dispone que los miembros del consejo de administración, comisarios que asistan al comité de auditoría y, en su caso, los integrantes de dicho



comité, que en cualquier operación tengan un interés opuesto al de la sociedad emisora, deberán manifestarlo a los demás administradores o miembros del comité u órgano citados, y abstenerse de toda deliberación y resolución, y que la persona que contravenga esta disposición será responsable de los daños y perjuicios que cause a la emisora.

Vale la pena destacar la experiencia de Colombia, donde se ha vinculado los mecanismos de transparencia en los Gobiernos Corporativos a los requisitos que deben acreditar las personas jurídicas que pretendan ser destinatarias de recursos de los fondos de pensiones, de acuerdo a la Resolución N° 0275 de 2001 de la Superintendencia de Valores del Ministerio de Hacienda y Crédito Público de la República de Colombia.

Dentro de los aspectos más relevantes de la citada norma, encontramos los siguientes obligaciones para la compañía:

- Establecer mecanismos de control de los administradores.
- Establecer mecanismos respecto a los conflictos de intereses.
- Identificación de los principales riesgos del emisor.
- Elección del revisor fiscal por parte de los accionistas.
- Los hallazgos del revisor fiscal deberán ser comunicados a los accionistas e inversionistas.
- Establecer mecanismos para auditorías especializadas.
- Establecer sistemas de control interno.
- Presentar un tratamiento equitativo a todos los accionistas.
- Establecer Códigos de Buen Gobierno que contengan:
  - Criterios y responsabilidades de los consejos de administración (directorios).
  - Criterios de designación de los principales ejecutivos y remuneraciones.
  - Identificación del control de la sociedad y sus propietarios.
  - Negociaciones de valores con los funcionarios.
  - Criterios de selección de los proveedores.
  - Criterios de selección del revisor fiscal.
  - Criterios de transparencia de la información.
  - Normas internas de conducta
  - Programas de difusión de los derechos de los accionistas.

Adicionalmente a lo antes señalado, que deberá recopilarse en un Código de Buen Gobierno, se exige para ser destinatario de la inversión de los fondos de pensiones, que las acciones de la compañía deberán ser colocadas entre inversionistas que no controlan la compañía, cuanto menos en un 20% del total de acciones.

## El Código de Buen Gobierno para las Sociedades Peruanas

En el Perú en julio de 2002 se presentó por parte del Ministerio de Economía y Finanzas un Código de Buen Gobierno Corporativo para las organizaciones que cotizan en bolsa, el mismo que no es obligatorio.

Dicho proyecto toma como referencia el Código de Buen Gobierno de la Organización para la Cooperación Económica y el Desarrollo (OCDE), que en la cumbre de Ministros de mayo de 1999, aprobó los principios para el Gobierno de las Sociedades, los mismos que en la actualidad constituyen una referencia obligada y que comprenden los siguientes aspectos:

- Los derechos de los accionistas.
- El tratamiento equitativo de los accionistas.
- La función de los grupos de interés social en el gobierno de las sociedades.
- Comunicación de la transparencia informativa.
- Las responsabilidades del Consejo o del Directorio

Como antecedentes tenemos que en 1992 surgió el Código de Mejores Prácticas de Gran Bretaña, el mismo que se conoció como Código Cadbury, debido a que fue Sir Adrian Cadbury quien presidió el Comité que lo elaboró.

En la terminología inglesa a las prácticas de buen gobierno corporativo se le conoce como "corporate governance".

El Gobierno Corporativo involucra el conjunto de normas y principios para favorecer el comportamiento transparente en la información de una sociedad (25) con los grupos de interés relacionados a la misma, tales como:

- Los Accionistas e inversionistas, buscan un retorno sobre su inversión y esperan una conducta leal por parte de los administradores de la sociedad.
- El Directorio, tiene el deber de vigilar la correcta administración de la sociedad.
- Los Administradores, deben actuar con lealtad en la gestión de la sociedad, evitando los conflictos de intereses en su administración.
- Los Trabajadores al contribuir al desarrollo de la sociedad.
- Los Clientes, representan las fuentes de ingresos de la sociedad, en tal medida sus requerimientos juegan un papel importante para el desarrollo de las sociedades.
- Los acreedores, brindan recursos a la sociedad, con cuyas obligaciones la misma debe cumplir.
- La comunidad, presenta exigencias a la sociedad, y está conformado por clientes y

demás grupos que ejercen presión sobre la sociedad (26).

- El Estado, a través de la tributación y la regulación juegan un rol importante sobre la sociedad.

La búsqueda de la transparencia en las corporaciones a través de las prácticas de Buen Gobierno, ha sido recogida en diversos documentos referidos a códigos de buen gobierno en países tales como Bélgica, Dinamarca, Francia, Alemania, Grecia, Irlanda, Holanda, Italia, Portugal, España, Suecia, Reino Unido, Australia, Canadá, el Commonwealth, Hong Kong, India, Japón, Korea, México, Sud África y Estados Unidos.

#### **La Experiencia Europea:**

En marzo de 2000, con la conferencia Europea celebrada en Lisboa se dio inicio a una campaña para promover la responsabilidad social de las empresas en Europa.

En octubre de 2000 se inauguró el European Multi Stakeholder Forum para desarrollar con las empresas y los diferentes grupos sociales, los conceptos comunes de responsabilidad social de las empresas.

Se espera que en el 2004 exista un código de prácticas y principios básicos y comunes en Europa para la responsabilidad social de empresas.

En el 2004 se debe preparar el primer informe de la Triple Cuenta de Resultados.

#### **El Caso de Bélgica:**

En Bélgica existen etiquetas que se colocan a los productos de diferente naturaleza, tales como:

- Etiquetas de comercio
- Etiquetas verdes o medioambientales

En enero de 2002 el Parlamento aprobó la “etiqueta socialmente responsable” que indica que el producto ha sido elaborado respetando los derechos laborales reconocidos por la Oit, que no se ha utilizado mano de obra infantil, que el trabajador ha podido organizarse y que no se ha producido discriminación.

#### **El Caso de Holanda:**

Se busca incluir un Informe Social conjuntamente con los estados financieros que incluya indicadores sociales, medioambientales, prácticas disciplinarias, salud laboral, entre otros.

#### **El Caso de Francia:**

La triple cuenta de resultados, con el Balance Social.

El Informe del Consejo de Administración (Directorio) debe contener:

- La plantilla total, distinguiendo entre indefinidos y temporales, despidos y sus motivos, horas extraordinarias, trabajo subcontratado, planes para proteger el empleo, información sobre la reducción de plantilla, medidas para recolocación.
- Organización del horario laboral, duración de la jornada completa y parcial, ingresos de

los empleados.

- Salarios y su evolución, costes sociales, igualdad entre hombres y mujeres.
- Relaciones con la industria y valoración de los acuerdos colectivos negociados.
- Condiciones de seguridad y salud.
- Formación.
- Empleo e integración de personas discapacitadas
- Beneficios de la empresa y esquemas sociales
- Importancia de la subcontratación
- Impacto territorial en el desarrollo regional
- Relaciones con asociaciones dedicadas a la integración social, instituciones educativas, de medio ambiente, consumidores, etc.
- Cómo se asegura que sus filiales respeten las convenciones de la Organización Internacional del Trabajo.
- Impacto en el desarrollo regional de sus filiales.

**Noruega:**

Iniciativa KOMPAKI para asegurar que las empresas noruegas respetan los derechos humanos en otros países.

**Suecia:**

Enero 2002 se aprobó la Ley sobre Fondos de Pensión Nacionales, para las decisiones de inversión se deben tomar también criterios medioambientales y sociales.

**Reino Unido:**

Ley de Pensiones, en vigor desde Julio de 2002, los fondos de pensiones tienen la obligación de informar si toman en cuenta criterios éticos, sociales, medioambientales en sus decisiones financieras.

## **Las empresas estructuradoras y los representantes de los obligacionistas**

De acuerdo al artículo 325 de la LGS, el representante de los obligacionistas es el intermediario entre la sociedad y el sindicato, y le corresponde al menos:

1. Presidir las asambleas de obligaciones (27) (28).
2. Ejercer la representación legal del sindicato.
3. Asistir, con voz pero sin voto a las deliberaciones de la junta de accionistas.
4. Intervenir en los sorteos que se celebren con los títulos, vigilar el pago de los intereses y del principal, 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 forma parte del órgano administrador de la sociedad emisora, cuando estuviese previsto en la escritura de emisión.

7. Convocar a junta de accionistas 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.

11. Iniciar y proseguir las pretensiones judiciales y extrajudiciales, que tengan por objeto procurar el pago de los intereses y el capital adeudados, la ejecución de garantías y la práctica de actos conservatorios.

Para la Ley del Mercado de Valores de Chile, según su artículo 108° el representante de los obligacionistas tiene el derecho a ser informado y documentado por el gerente, podrá asistir a la junta de accionistas, y guardar reserva de la información.

El artículo 109° señala como deberes del representante del tenedor de los bonos:

a) Verificar el cumplimiento del contrato de emisión.

b) Informar a los tenedores de bonos.

c) Verificar el uso de los fondos conforme contrato de emisión.

d) Velar por el pago equitativo y oportuno a todos los tenedores de bonos.

e) Acordar las reformas al contrato de emisión autorizado por la junta de tenedores de bonos.

Los representantes de los tenedores de bonos son siempre removibles por la voluntad de la junta general de estos inversionistas. La junta deberá elegir al reemplazante, lo que deberá ser informado al Registro de Valores y al emisor, al día siguiente hábil de haberse efectuado.

En el caso de la ley peruana de acuerdo con el artículo 318° de la LGS con la escritura pública de emisión se constituye el sindicato de obligacionistas, los mismos que con la suscripción de las obligaciones se incorporan al sindicato de obligacionistas.

Los gastos normales del sindicato de obligacionistas son asumidos por la entidad emisora, dichos gastos no pueden ser mayor al 2% de los intereses anuales devengados por las obligaciones emitidas de acuerdo al artículo 319° de la LGS.

La suscripción de la obligación según el artículo 310° de la LGS representa la

ratificación por parte del suscriptor del contrato de emisión y por tal acto se incorpora al sindicato de obligacionistas.

A continuación se presente la relación de entidades estructuradoras y los representantes de los obligacionistas de los bonos del año 2001:

EMISIONES EN SOLES

<b>Emisor</b>	<b>Emisión</b>	<b>Empresa Estructuradora</b>	<b>Representante de los Obligacionistas</b>
Compañía Universal Textil	Primera Emisión	Banco de Crédito	Banco de Crédito
Edegel	Primer Programa	Citibank N.A.,	Banco Continental
	Quinta Emisión	Sucursal Lima	
		Banco Continental	
		BankBoston, N.A., Sucursal del Perú	
Edelnor	Primer Programa		
	Primera Emisión	Citibank, NA, Sucursal	Banco Continental
	Segunda Emisión	de Lima y Banco Continental	Banco Continental
Luz del Sur	Primer Programa	Citibank, N.A.	Citicorp Perú S.A.B.
	Primera Emisión	Sucursal Lima	
	Primer Programa	Citibank, N.A.	Citicorp Perú S.A.B.
	Segunda Emisión	Sucursal Lima	
	Primer Programa	Citibank, N.A.	Citicorp Perú S.A. SAB
	Tercera Emisión	Sucursal Lima	
Telefónica del Perú	Primer Programa	Banco Continental	BankBoston N.A.
	Sexta Emisión		Sucursal Perú
	Primer Programa	Banco Continental	Banco Continental
	Séptima Emisión		
	Segundo Programa	Banco Continental	Banco Continental
	Segunda Emisión	Citibank, N.A., Sucursal Lima	
	Segundo Programa	Banco Continental	Banco Continental
	Tercera Emisión	Citibank, N.A., Sucursal Lima	

**Reflexiones sobre la transparencia en la información en el mercado primario de bonos corporativos**

<b>Emisor</b>	<b>Emisión</b>	<b>Empresa Estructuradora</b>	<b>Representante de los Obligacionistas</b>
Unión de Cervecerías Peruanas Backus & Johnston	Primer Programa	Citibank N.A.,	Citicorp Perú S.A.B.
	Cuarta Emisión	Sucursal de Lima	

**EMISIONES EN DÓLARES**

<b>Emisor</b>	<b>Emisión</b>	<b>Empresa Estructuradora</b>	<b>Representante de los Obligacionistas</b>
Consortio Agua Azul	Primera Emisión Serie A	Citibank, N.A.	Citicorp Perú S.A., SAB
	Primera Emisión Serie B	Sucursal Lima	
Consortio Transmantaro	Primer Programa		
	Primera Emisión Serie A	Citibank, N.A.	Citicorp Perú S.A., SAB
	Primera Emisión Serie B	Sucursal Lima	
Ransa Comercial	Segunda Emisión	Banco de Crédito	Banco de Crédito
Southern Peru Cooper Corporation	Primer Programa	Banco de Crédito	Banco de Crédito
	Segunda Emisión		

Sin embargo, nada se señala respecto a limitaciones por vinculación entre el representante de los obligacionistas y el emisor o el estructurador o colocador.

A diferencia de la ley peruana, la Ley del Mercado de Valores de Chile considera un administrador extrajudicial, así el artículo 112 señala que el mismo será nombrado si se busca financiar nuevos proyectos que superan el 40% de los activos y que se aplican de manera periódica superior a un año, y deberá estar encargado de su custodia. Si la verificación del cumplimiento requiere una comprobación técnica, la misma será certificada por los peritos calificados designados en la escritura pública de emisión. Si no hay acuerdo en la designación del administrador o peritos, la designación se realizará por arbitraje, y en tal caso sólo podrá recaer en un banco.

El administrador extraordinario suspenderá los desembolsos si no se cumplen con las condiciones establecidos en la escritura de emisión.

También voluntariamente se podrá designar un administrador extraordinario en la escritura de emisión.



## El Proyecto de Ley de Acción de Clase

De acuerdo al proyecto que aparece en la página web de la Conasev, la Acción de Clase es la promovida por el miembro de un conjunto de tenedores de valores, en representación de la clase, en contra del emisor, administrador, representante, accionista u otro por los daños ocasionados a los miembros de la Clase.

Sin embargo, para accionar se exige que la clase debe estar integrada por un número igual o superior a cincuenta personas, con lo que si son diez los inversionistas que han adquirido la emisión de instrumentos financieros, la acción sería inviable, con lo cual su derecho quedaría desprotegido.

## Exigencias a la Firma Auditora

Con la aprobación de la Ley Sarbanes – Oxley, muchas de las recomendaciones de las prácticas de Buen Gobierno, pasaron a ser disposiciones obligatorias para las empresas (29) que cotizan en las Bolsas de los Estados Unidos y que se encuentran bajo la supervisión de su Comisión e Mercado de Valores – SEC.

Entre las principales disposiciones de la ley Sarbanes Oxley encontramos las siguientes:

- Los miembros del equipo de la firma auditora deberán esperar al menos un año antes de aceptar trabajar en la firma auditada como CEO, CFO o CAO
- La firma auditora deberá rotar al socio que ha realizado la auditoría o a quien la haya revisado de manera tal que estos dos roles no sean realizados por la misma persona por más de cinco años consecutivos.
- No deberá prestar servicios que no sean de auditoría a los clientes que audita.
- Obtener la aprobación del Comité de Auditoría antes de la prestación de sus servicios
- Informar al Comité de Auditoría acerca de los tratamientos contables.
- Responder ante el Comité de Auditoría y no ante la Gerencia.



# CAPÍTULO V: LEGISLACIÓN COMPARADA

## LA LEY DEL MERCADO DE VALORES DE ESPAÑA

La Ley del Mercado de Valores de España cuenta con diez títulos que abarcan los siguientes temas:

- Disposiciones generales sobre el ámbito de la ley y de las anotaciones en cuenta.
- La creación, funciones y organización de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.
- El mercado primario de valores.
- Los mercados secundarios de valores.
- Las empresas de servicios de inversión.
- El fondo de garantía de inversiones.
- Las normas de conducta.
- El régimen de supervisión, inspección y sanción.

- El régimen fiscal de las operaciones de valores.
- Las sociedades cotizadas

**Disposiciones generales sobre el ámbito de la ley y de las anotaciones en cuenta.**

Se establece que bajo el ámbito de la ley se encuentran las emisiones públicas y privadas, agrupadas en emisiones, los contratos financieros a plazo, de opción, permuta financiera y los contratos que sean materia de negociación en un mercado secundario.

Se dispone que los valores puedan ser representados mediante anotaciones en cuenta, que dicha representación es irreversible y que se requerirá una escritura pública al respecto. La transmisión de estos valores se realizará mediante transferencias contables, la constitución de derechos reales deberá inscribirse en la cuenta correspondiente.

**La creación, funciones y organización de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.**

A la Comisión Nacional del Mercado de Valores se le encargó la supervisión e inspección de los mercados de valores, debiendo velar por la transparencia en el mercado, la formación de precios, la protección de los inversionistas y promover la información vinculada al respecto.

Corresponde también a la Comisión Nacional del Mercado de Valores asesorar al Gobierno y a las Comunidades Autónomas en materias del mercado de valores. De igual manera, le corresponde presentar un informe anual sobre la situación de los mercados financieros organizados ante una Comisión del Congreso de los Diputados.

La Comisión Nacional del Mercado de Valores es regida por un Consejo compuesto por un Presidente y Vicepresidente nombrados por el Gobierno, el Director General del Tesoro Público y Política Financiera y el Subgobernador del Banco de España, y tres consejeros nombrados por el Ministro de Economía. La duración de los cargos es de cuatro años.

**El mercado primario de valores.**

Si bien se señala que las emisiones no requerirán autorización administrativa previa, se faculta al Ministerio de Economía y Finanzas a establecer una autorización previa en caso de emisiones vinculadas a índices de precios, bienes o servicios, cuando el rendimiento sea exigible en un plazo mayor al año, en emisiones en moneda extranjera, y las realizadas por no residentes.

Se dispone que las emisiones estén sujetas a la comunicación de la emisión a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, a la aportación a la misma de los documentos que acrediten las condiciones de la emisión y derecho y obligaciones de los tenedores de los valores, la auditoría de cuentas en los estados financieros, y el folleto informativo.

Se señala que el folleto informativo debe contener la información que permita a los inversionistas un juicio fundado sobre la inversión a realizar. Debe igualmente reproducir las conclusiones de la auditoría de cuentas, las características de los valores, los derechos y obligaciones de los tenedores, y el procedimiento de colocación de los

valores. El folleto debe ser entregado gratuitamente a los suscriptores.

**Los mercados secundarios de valores.**

Son mercados secundarios oficiales de valores las Bolsas de Valores, el mercado de deuda pública en anotaciones, y los mercados de futuros y opciones. La admisión de valores a negociación corresponde a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, la que en caso necesario podrá suspender la negociación de un valor, también podrá excluir la un valor de la negociación que no alcancen los volúmenes de negociación que reglamentariamente se establezca.

Se exige a las entidades emisoras de valores que se someten anualmente a una auditoría de sus estados financieros. De igual manera trimestralmente deben hacer públicos sus estados financieros.

Se establece que son miembros de los mercados secundarios las sociedades y agencias de valores y las entidades de crédito españolas, cuya retribución por su participación en la negociación de valores es libre.

Corresponde a la Comisión del Mercado de Valores, al Banco de España y a los organismos rectores de los mercados determinar la información que deberá ser difundida por los emisores en el mercado.

A una sociedad anónima denominada "Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores", conocida como "Sociedad de Sistemas" le corresponde llevar los registros contables de valores representados en anotaciones en cuenta, gestionar la liquidación y compensación de las operaciones, y prestar servicios técnicos y operativos relacionados con el registro.

Se establece que corresponde al Gobierno y a las Comunidades Autónomas la creación de Bolsas de Valores, en las cuales deberán negociarse obligatoriamente las acciones y valores convertibles en acciones. Una sociedad anónima rige y administra a las Bolsas de Valores, las que deberán estar interconectadas a través de un Sistema de Interconexión Bursátil.

Por su parte, en el mercado de deuda pública en anotaciones sólo se podrá negociar los valores de renta fija, expresados en anotaciones en cuenta, emitidos por el Estado, el Instituto de Crédito Oficial, el Banco Central Europeo, los Bancos Centrales de la Unión Europea y las Comunidades Autónomas.

Corresponde al Gobierno a propuesta de la Comisión Nacional del Mercado de Valores la creación de mercados secundarios oficiales de futuros y opciones.

Se establece que quien pretenda alcanzar una participación significativa deberá promover una oferta pública de adquisición. De igual manera quien adquiera acciones por un volumen superior al cincuenta por ciento del total de votos, no podrá modificar el estatuto, salvo que promueva una oferta pública de adquisición dirigida al resto de acciones.

**Las empresas de servicios de inversión.**

Corresponde a las empresas de servicios de inversión brindar servicios tales como recepción y transmisión de órdenes de compra, ejecución de dichas órdenes, gestión de carteras, colocación y aseguramiento de emisiones y ofertas públicas de venta. Son

actividades complementarias el depósito y administración de instrumentos, alquiler de cajas de seguridad, concesión de créditos y préstamos, asesoramiento en inversiones, y realizar transacciones en divisas.

Se consideran empresas de servicios de inversión a las sociedades de valores, agencias de valores y sociedades gestoras de carteras, cuya autorización corresponde al Ministerio de Economía y Hacienda a propuesta de la Comisión del Mercado de Valores.

**El fondo de garantía de inversiones.**

Los servicios de inversión cuentan con un Fondo de Garantía de Inversiones, constituido como un patrimonio separado sin personalidad jurídica cuya gestión se encargará a una sociedad anónima.

Es obligatorio participar en el Fondo de Garantía, cuyo Consejo de Administración de la sociedad gestora y directores debe ser aprobado previamente por al Comisión Nacional del Mercado de Valores, la que está facultada en caso necesario a suspenderlos.

**Las normas de conducta.**

Se dispone que los participantes en los mercado de valores deberán comportarse con diligencia y transparencia, organizarse para minimizar los riesgos de conflicto de intereses, tener una gestión ordenada, establecer controles internos, disponer de información de los clientes y mantenerlos informados, garantizar la igualdad de trato a los clientes, abstener de tomar posiciones por cuenta propia de instrumentos bajo análisis, advertir a los clientes de posibles conflictos de intereses.

Se consideran prácticas prohibidas provocar una evolución artificial de los precios, multiplicar transacciones sin beneficio para el cliente, anteponerse a la compra o venta de valores por cuenta propia cuando hayan sido ordenados de manera similar por los clientes.

Constituye información privilegiada aquella que no se ha hecho pública y que de ser conocida pudiera influenciar en la cotización de un valor en el mercado. Se dispone que quien posea información privilegiada se abstenga de realizar operaciones sobre valores respecto de los cuales se tiene información privilegiada, comunicar dicha información a terceros, o realizar recomendaciones a terceros para realizar operaciones respecto a dichos valores.

Las entidades que presten servicios de inversión deberán disponer que las áreas que dispongan de información privilegiada estén separadas del resto de la organización, elaborar una lista de valores y personas vinculadas a información privilegiada.

Las entidades que difundan información sobre sociedades emisoras deberán actuar de forma leal e imparcial, y señalar en sus informes que los mismos no constituyen oferta de venta o suscripción de valores.

Las entidades emisoras deberán establecer medidas para evitar el uso de información privilegiada por parte de su administración y directivos.

Constituye información relevante de un valor aquella que pueda influir sobre su cotización. Los emisores están obligados a informar al mercado de manera inmediata

toda información relevante. Previamente a la difusión al mercado, se debe informar a la Comisión Nacional de Valores.

Los participantes en los mercados de valores deben abstenerse de prácticas que falseen la formación de los precios, que proporcionen indicios falsos o engañosos, y que empleen dispositivos ficticios.

#### **El régimen de supervisión, inspección y sanción.**

Se establece que están sometidas a la supervisión, inspección y sanción a cargo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores los organismos rectores de los mercados secundarios oficiales, con excepción del Banco de España, la sociedad de sistemas, las empresas de servicios de inversión, las sociedades gestoras de fondos de garantía, los emisores de valores y las entidades de crédito.

La Comisión del Mercado de Valores podrá recabar toda la información que considere necesaria y realizar las actuaciones necesarias en cualquier despacho u oficina de la entidad inspeccionada y en los locales propios.

La Comisión del Mercado de Valores podrá disponer que los emisores pongan en conocimiento del pública los hechos relevantes vinculados a los valores, o realizar dicha comunicación por su cuenta.

La Comisión del Mercado de Valores mantendrá un registro de las entidades que tengan a su cargo el registro contable de valores, un registro de comunicaciones de proyectos de inversión, un registro de proyectos de auditoría, un registro de folletos informativos, un registro de empresas de servicios de inversión, un registro de agentes y apoderados de empresas de inversión, un registro de titulares de participaciones significativas, un registro de sanciones graves y muy graves.

Constituyen infracciones muy graves las actividades de intermediación financiera ajenas al objeto social, admisión de valores sin previa verificación de sus requisitos previos, la adquisición de valores por cuenta propio de aquellas entidades que solo están autorizadas a operar por cuenta de terceros, presentar deficiencias administrativas y contables en los procedimientos de control interno, la difusión de forma maliciosa de información que pudiera generar error en el público en cuanto a la apreciación de un valor, la emisión de valores sin autorización, el incumplimiento del deber de información, la realización de actos fraudulentos, la creación de mercados sin autorización.

Constituyen infracciones graves la falta de remisión de información en el plazo a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, el uso indebido de denominaciones, la denegación injustificada y tardía de la ejecución de órdenes de suscripción, la inexistencia de página web, retraso en los libros de contabilidad superior a cuatro meses, la infracción de las normas de conducta.

#### **El régimen fiscal de las operaciones de valores.**

La negociación de valores en un mercado secundario oficial está exenta de los siguientes tributos:

- Impuesto sobre transmisiones patrimoniales y actos jurídicos documentados

- Impuesto sobre el valor añadido.

Se establece la obligación de comunicar a la Administración Tributaria cualquier operación, con la relación de compradores y vendedores, los valores transmitidos, los precios y el número de identificación fiscal, sin el cual el intermediario financiero no deberá atender la operación.

#### **Las sociedades cotizadas**

Las sociedades cotizadas deberán hacer público los pactos parasociales, los mismos que incluyen el ejercicio del derecho a voto en las juntas generales o limiten su transmisibilidad, el cual debe comunicarse como hecho relevante.

Se deberá contar con un reglamento para la Junta General, el mismo que deberá ser comunicado a la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Los administradores no podrán votar en los puntos de agenda de la Junta General en los casos en que se presenten conflictos de intereses, y expresamente en los casos de nombramiento o ratificación como administrador, la destitución o separación del administrador, el ejercicio de la acción social de responsabilidad dirigida contra aquel, la ratificación de operaciones con sociedades vinculadas al administrador.

En la memoria de deberá informar de las operaciones de los administradores que sean ajenas a las operaciones habituales de la compañía en el mercado.

El consejo de administración también deberá contar con un reglamento de régimen interno y funcionamiento, el mismo que deberá ser comunicado a la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Se exige que las sociedades cotizadas hagan público un informe anual de Gobierno Corporativo que deberá ser comunicado a la Comisión Nacional del Mercado de Valores como hecho relevante.

El informe de Gobierno Corporativo como mínimo deberá contener la estructura de la propiedad de accionistas con participación significativa, las relaciones de índole familiar, contractual o societaria que exista, así como con el Consejo, la participación de sus miembros, los pactos parasociales, la estructura de la sociedad, del consejo y su funcionamiento, remuneración, relación con accionistas de participaciones significativas, operaciones vinculadas, sistemas de control de riesgo, grado de seguimiento de las recomendaciones del Gobierno Corporativo.

Adicionalmente se exige a las sociedades cotizadas que tengan una página web para cumplir con el derecho de información de los accionistas y para poner en conocimiento del público la información relevante.

## **LA LEY DEL MERCADO DE VALORES DE CHILE**

La Ley del Mercado de Valores de Chile cuenta con veintisiete títulos (dos de ellos derogados) que abarcan los siguientes temas:



- Los objetivos de la ley, fiscalización y definiciones.
- El registro de valores y de la información.
- La información continua y reservada.
- El mercado secundario.
- Los corredores de Bolsa y los agentes de valores.
- Las Bolsas de Valores.
- Las actividades prohibidas.
- La información en la obtención del control.
- La responsabilidad.
- Las sanciones.
- Disposiciones generales.
- La clasificación de riesgo.
- Los grupos empresariales, los controladores y las personas relacionadas.
- La emisión de títulos de deuda a largo plazo.
- La emisión de títulos de deuda a corto plazo.
- Las sociedades securitizadoras.
- La cámara de compensación.
- La responsabilidad de las sociedades administradoras de fondos fiscalizados por la Superintendencia.
- La información privilegiada.
- Las garantías.
- Disposiciones varias.
- La oferta pública de valores extranjeros en el país.
- La oferta pública de adquisición de acciones.
- La oferta pública de acciones o valores convertibles en el extranjero.
- Las administradoras generales de fondos.

#### **Los objetivos de la ley, fiscalización y definiciones.**

Se establece que están bajo el ámbito de la ley del mercado de valores la oferta pública de valores, mercados e intermediarios, las bolsas de valores, los corredores de bolsa, los agentes de valores, los emisores e instrumentos.

La Superintendencia de Valores y Seguros es la encargada de velar por el cumplimiento de la Ley del Mercado de Valores.

La ley entiende por valores cualquier título transferible de crédito o de inversión, tal como acciones, bonos, debentures, cuotas de fondos mutuos, planes de ahorro, y efectos de comercio.

#### **El registro de valores y de la información.**

Corresponde a la Superintendencia llevar los registros que son públicos de emisores de valores de oferta pública, los valores de oferta pública, y de las acciones de sociedades.

Para realizar oferta pública es necesario estar previamente inscrito en el registro de valores de la Superintendencia, la que tiene 30 días para proceder a la inscripción.

#### **La información continua y reservada.**

Las entidades inscritas en el Registro de Valores deben divulgar toda información que las afectan a ellas o a sus valores, al momento de suceder o conocer tal situación. La información deberá ser veraz, suficiente y oportuna. Sin embargo, con el acuerdo de las tres cuartas parte de directores, o en caso de no existir Directorio, por el acuerdo de todos los administradores, es posible calificar a un hecho de reservado, lo que deberá ser comunicado a la Superintendencia.

Las personas que posean el 10% o más de acciones de una compañía inscrita en el Registro de Valores deberán comunicarlo a la Superintendencia. De igual manera, deberán comunicarlos los directores y ejecutivos que adquieran acciones de la compañía en la que trabajan, sin importar el número de acciones.

La Superintendencia está facultada a suspender la negociación de un valor si considera que lo requiere el interés público o la protección a los inversionistas.

#### **El mercado secundario.**

Se dispone que todas las acciones inscritas en el Registro de Valores deben también inscribirse en una Bolsa de Valores, y sólo podrán ser intermediarias por corredores de bolsa.

Las acciones de sociedades no inscritas en el Registro de Valores no podrán ser transadas diariamente en bolsa, sin embargo, dos veces al mes se podrán negociar dichas acciones en bolsa, situación que deberá comunicarse públicamente.

#### **Los corredores de Bolsa y los agentes de valores.**

Se señala que son intermediarios de valores aquellos que se dedican al corretaje de valores, diferenciándose entre los corredores de bolsa que son miembros de una bolsa, y los agentes de valores que no lo son, quienes deben inscribirse en el Registro de Corredores de Bolsa y Agentes de Valores, con excepción de los bancos y sociedades financieras que no están obligadas a inscribirse.

Los corredores de bolsa y agentes de valores deberán constituir un fondo de garantía, quienes deberán designar a una bolsa de valores o banco como representante de los acreedores beneficiarios de la garantía.

#### **Las Bolsas de Valores.**

Las Bolsas de Valores tienen como objetivo brindar las condiciones necesarias para las transacciones, correspondiendo a las mismas reglamentar su funcionamiento y la de los corredores de bolsa. Para su funcionamiento se requiere la autorización de la Superintendencia.

Las bolsas de valores deberán contar con sistemas ordenados para la ejecución de

las transacciones, mantener información al público sobre la cotización de los valores, velar por el cumplimiento de la normativa y ética comercial que las rige, e certificar las cotizaciones y transacciones.

Las bolsas deberán establecer sistemas que les permitan estar interconectadas en tiempo real de las transacciones que se realicen en cada una de ellas.

**Las actividades prohibidas.**

Se consideran práctica prohibidas:

- Variar artificialmente los precios
- Efectuar cotizaciones o transacciones ficticias.
- Inducir por engaño la compra o venta de valores.

**La información en la obtención del control.**

Toda persona que pretenda obtener el control de una sociedad, cuyas acciones se encuentren en oferta pública, deberá comunicarlo al mercado. Dicha comunicación se enviará a la sociedad a la que se busca controlar, a las sociedades que sean controladoras y controladas por la misma, a las bolsas donde se negocien los valores, y a la Superintendencia. Asimismo, se publicará un aviso en dos diarios de difusión nacional, con no menos de diez días hábiles a los actos mediante los cuales se pudiera tomar el control. Lo que en caso de no ser cumplido permitirá a los accionistas y terceros perjudicados exigir una indemnización, pero no invalidará la operación.

**La responsabilidad.**

Quienes infrinjan las normas del mercado de valores, ocasionando un daño, están obligadas a indemnizar a los perjudicados, además de sufrir las sanciones administrativas a que hubiere lugar.

Los administradores o representantes legales de las personas jurídicas responden civil, administrativa y penalmente por las personas jurídicas, a menos que demuestren su falta de participación o su oposición al hecho que originó la infracción.

Si se suspende la inscripción de un valor, los tenedores de dichos valores podrán accionar contra el emisor por los perjuicios sufridos.

**Las sanciones.**

Para el cumplimiento de las funciones de inspección de la Superintendencia y para clausurar las oficinas de los infractores se podrá solicitar el auxilio de la fuerza pública para el allanamiento y descerrajamiento.

Se ha establecido penas de presidio menor en su grado medio a presidio mayor en su grado mínimo, a los que maliciosamente proporcionen información falsa a la Superintendencia, bolsa de valores o público en general, ya sean emisores, administradores o representantes de bolsa, corredores o agentes de bolsa. De igual manera los contadores y auditores que falsamente se pronuncien sobre los estados financieros.

Corresponde presidio menor a los que realizan emisiones sin cumplir con sus

requisitos, actuasen de manera encubierta como corredores o agentes de bolsa, los que revelen la información clasificada a la que tengan acceso, y los que eliminen registro contables o de valores.

Sufrirán presidio menor, en sus grados mínimo a medio, los que para inducir a error difundan informaciones falsa al mercado, ya sea que obtengan un beneficio o no.

Si un emisor entrase en insolvencia deberá suspender la emisión de valores, quienes incumplan serán sancionados por el Código Penal.

#### **Disposiciones generales.**

La información que se suministre al mercado por parte de sus participantes, sin importar el medio utilizado, no deberá inducir a error, equívoco o confusión al público, respecto a las características de los valores y emisores. Por su parte, los folletos o prospectos informativos deben contener toda la información dispuesta por la Superintendencia, y no podrán ser distribuidos sin antes haberse inscrito en el registro respectivo.

La Superintendencia administra un registro de principales ejecutivos de los emisores, los que deben informarle de los cambios efectuados al respecto, considerándose ejecutivo principal a todo aquel que tenga facultades relevantes de representación o decisión, sin importar la denominación que se le de.

#### **La clasificación de riesgo.**

Corresponde a la Superintendencia llevar un registro de entidades clasificadoras de riesgo, las que para su inscripción presentarán su reglamento de clasificación.

El costo de las clasificaciones de riesgo es asumido por las entidades emisoras, que deberán contratar al menos dos clasificaciones de riesgo por valor, pudiendo la Superintendencia de considerarlo conveniente solicitar una tercera clasificación.

Si existe un conflicto de intereses entre la entidad clasificadora y el emisor, deberá abstenerse de la entidad clasificadora de realizar la clasificación.

El ingreso de las clasificaciones de riesgo no podrán exceder del 15% por emisor clasificado, luego del tercer año de su registro.

#### **Los grupos empresariales, los controladores y las personas relacionadas.**

Un grupo empresarial es el constituido por las sociedades vinculadas por la propiedad, administración o responsabilidad crediticia.

Se considera que una sociedad controla a otra si tiene la mayoría de votos en la junta de accionistas y puede elegir a la mayoría de directores, o puede influir en las decisiones de la sociedad.

Un acuerdo de actuación conjunta se presenta si los propietarios de una sociedad acuerdan controlar la misma.

Se entiende como influencia decisiva si controla al menos el 25% del derecho a voto en la junta de accionistas.

Se consideran sociedades relacionadas el grupo empresarial, la matriz, coligante, filial o coligada, los administradores y parientes hasta el segundo grado de afinidad o

consanguinidad.

El emisor deberá informar de las operaciones que realice con personas relacionadas.

**La emisión de títulos de deuda a largo plazo.**

La oferta pública de deuda mayor a un año sólo puede realizarse a través de bonos.

La escritura pública otorgada por el emisor deberá participar el representante de los futuros tenedores de bonos, el que será designado en dicho acto, y será remunerado de manera exclusiva por el emisor.

El representante de los tenedores de bonos deberá verificar el cumplimiento de los términos del contrato de emisión, el uso de los fondos obtenidos por la emisión, el pago a los tenedores de bonos, dicho pago deberá efectuarse a través de un banco o institución financiera.

La información que el emisor proporcione a la Superintendencia también deberá ser proporcionada al representante de los tenedores de bonos.

En caso que la emisión de bonos sea por un importe superior al 40% de los activos del emisor, y cuya etapa de ejecución del proyecto ejecutado sea mayor a un año, se deberá designar un administrador extraordinario para dichos recursos, cuya remuneración estará a cargo del emisor, a quien se le entregaran los fondos de acuerdo a los avances acreditados del proyecto, que si requiere una comprobación técnica, en la escritura de debe incluir la designación de los peritos. Los fondos que custodia el administrador extraordinario deberá estar en sociedades de depósito y custodia de valores, bancos o sociedades financieras.

Sólo los bancos y sociedades financieras podrán ser representantes de los tenedores de bonos y administradores extraordinarios quienes quedan bajo la supervisión de la Superintendencia.

La emisión de bonos podrá realizarse con o sin garantías específicas.

**La emisión de títulos de deuda a corto plazo.**

No obstante que señala la ley que los valores representativos de deuda mayor a un año sólo pueden emitirse a través de bonos, se permite que en el caso que los valores representativos de deuda no superen los 36 meses, los mismos puedan representarse en pagarés u otros títulos, cuyas prórrogas no podrán establecer el plazo antes señalado.

**Las sociedades securitizadoras.**

Las sociedades securitizadoras son sociedades anónimas especiales, cuyo objeto es la adquisición de créditos, y la emisión de títulos de deuda, cuya emisión genera un patrimonio separado de la securitizadora.

Las securitizadoras deben inscribirse en el registro a cargo de la Superintendencia a la que le corresponde la supervisión.

Los patrimonios separados a cargo de la securitizadora no podrán estar conformados por más de un 35% de créditos adquiridos a una misma institución financiera.

Los fondos obtenidos de las emisiones sólo podrán ser invertidos en instrumentos de renta fija de la más alta clasificación.

Contra los patrimonio separados no podrán dirigirse los acreedores de la sociedad securitizadora, y la quiebra de esta sociedad no afecta a los patrimonio separados, los mismos que no podrán ser declarados en quiebra sino que en todo caso entrarán en liquidación.

**La cámara de compensación.**

La cámara de compensación se constituye por las Bolsas de Valores en sociedades anónimas especiales, y su objeto es ser la contraparte en las operaciones, debiendo registrarse ante la Superintendencia.

Son la contraparte en los contratos de futuro y de opciones, administran los márgenes que otorguen los corredores para responder de sus obligaciones, debiendo ajustarse diariamente los márgenes, e informan de la falta o exceso del margen a los corredores.

Los contratos de futuros y opciones se entienden celebrados desde el registro en la cámara de compensación, los mismos no pueden ser transferidos, sino que las transferencias deben ser realizadas mediante nuevo contrato.

**La responsabilidad de las sociedades administradoras de fondos fiscalizados por la Superintendencia.**

Se señala que las sociedades administradoras de fondos fiscalizados por la Superintendencia deberán actuar como la diligencia que los hombres emplean ordinariamente en sus propios negocios.

La sociedad administradora es responsable hasta de la culpa leve que cause perjuicio al fondo administrado, y deberá indemnizarla, debiendo demandar a las personas que hubieran causado perjuicio al fondo.

Las sociedades administradoras están prohibidas de realizar actividades con los bienes de los fondos para beneficios indebidos, por el cobro de comisiones no autorizadas, la entrega de información a personas ajenas, y participar en operaciones con el fondo que le sean desventajosas.

**La información privilegiada.**

La información privilegiada es aquella que corresponda al emisor o sus valores que no haya sido proporcionada al mercado y cuyo conocimiento pudiera afectar la cotización del valor.

Quien posea información privilegiada debe guardar reserva y no utilizarla para obtener un beneficio o evitar pérdidas.

Se presume que los administradores de los emisores manejan información privilegiada. También se presume que la tienen los auditores y revisores de cuenta, las clasificadoras de riesgo, los asesores, los funcionarios públicos encargados de la supervisión de emisores, y los parientes hasta el segundo grado de consanguinidad o afinidad.

Las personas que se hubieran aprovechado de la información privilegiada deberán devolver los beneficios obtenidos, y serán responsables de los daños causados a terceros quienes podrán demandarlos.

### **Las garantías.**

Las garantías prendarias respaldarán las obligaciones que pudieran tener los dueños a favor del acreedor prendario.

Una vez exigida la obligación el bien materia de la prenda será entregada a la Bolsa de Valores para que proceda a su realización en subasta pública, dentro de los dos días de recepcionada, y el resultado de la subasta deberá ser entregada al día siguiente de realizada .

### **Disposiciones varias.**

Las entidades que mantengan valores de terceros a nombre propio deberán inscribirse en un registro especial, especificando dicha situación de los valores, de igual manera deberán proceder a diferenciarlos en su contabilidad.

### **La oferta pública de valores extranjeros en el país.**

La oferta pública de valores extranjeros en Chile deberán inscribirse en el registro de valores extranjeros a cargo de la Superintendencia.

Para emitirse estos valores el emisor deberá estar supervisado por una entidad estatal en el país de origen, y deberá proporcionar la información que suministre a ésta, tanto en el idioma de origen como en español.

### **La oferta pública de adquisición de acciones.**

Se someterán al procedimiento de oferta pública de adquisición de acciones las ofertas que permitan tomar el control de una sociedad.

Quien haya tomado el control de una sociedad no podrá en el plazo de 12 meses adquirir más del 3% de las acciones sin realizar una oferta de adquisición.

El oferente deberá publicar un aviso de la oferta y poner a disposición un prospecto informativo que deberá contener información sobre quienes efectúen la oferta, los valores materia de la oferta, la vigencia de la misma, la forma en que se adquirieron las acciones que posean, la forma de financiamiento, la garantía del pago, las condiciones para la revocación de la oferta, la identificación de los asesores del oferente y de quienes administren la oferta.

La vigencia de la oferta estará entre 20 y 30 días, durante dicha vigencia se podrán presentar otras ofertas, y deberán colocar un aviso antes de los 10 días de vencimiento del plazo de la oferta original.

La sociedad respecto de la cual se realiza la oferta no podrá adquirir acciones de propia emisión, constituir filiales, enajenar activos mayores al 5% del total, aumentar su endeudamiento en más de un 10%, sin embargo, la Superintendencia podrá autorizar dichas actividades.

Los directores deberán pronunciarse individualmente al respecto y señalar el grado de vinculación que presenten con el oferente.

### **La oferta pública de acciones o valores convertibles en el extranjero.**

Los emisores de valores inscritos en los registros de la Superintendencia podrán registrar dichos valores en el extranjero, quedando obligados a presentar a la

Superintendencia la información que presenten a la entidad supervisora en el extranjero en el idioma de origen y en español.

Los tenedores de valores emitidos contra acciones depositadas tendrán los mismos derechos que los accionistas de las mismas, lo que deberá plasmarse en el contrato de depósito respecto a la emisión de los votos. No obstante, si no se respetase las decisiones de voto de los tenedores, no se invalidaran los acuerdos adoptados, si bien los tenedores podrán accionar contra el depositario.

**Las administradoras generales de fondos.**

Las Administradoras Generales de Fondos administran los fondos mutuos, los que deberán aparecer a nombre de los aportantes, y llevarse contablemente separadamente cada fondo, recibiendo una remuneración por la administración de cada fondo.

La garantía que al respecto otorguen las administradoras deberán estar a cargo de un banco como representante de los beneficiarios.

Las administradoras deberán informar de manera veraz, suficiente y oportuna de las características de los diferentes fondos.

En lo que atañe a la elección de directores en las sociedades cuyas acciones hayan sido adquiridas por el fondo, no se podrá votar por accionistas vinculados al control de la sociedad o vinculados, aquellos que posean más del 10%, ni ejecutivos del grupo empresarial.

## **LA LEY DEL MERCADO DE VALORES DE MÉXICO**

La Ley del Mercado de Valores de México cuenta con catorce capítulos que abarcan los siguientes temas:

- Disposiciones preliminares.
- El Registro Nacional de Valores.
- Los intermediarios del mercado de valores.
- Las filiales de instituciones financieras del exterior.
- Las Bolsas de Valores.
- La Comisión Nacional de Valores.
- Las instituciones para el depósito de valores.
- Las contrapartes centrales.
- La contratación bursátil.
- Las operaciones internacionales.
- La automatización.
- La oferta y operaciones sobre acciones no inscritas en el Registro Nacional de Valores.



- Las prohibiciones.
- Los organismos autorregulatorios.
- Disposiciones finales.

### **Disposiciones preliminares.**

La ley regula la oferta pública de acciones, obligaciones, bonos, certificados, documentos de crédito, letras de cambio, pagarés, que se emitan en serie, la intermediación de correduría, operaciones por cuenta propia, administración y manejo de carteras, que sólo puede realizarse por casas de bolsa, especialistas bursátiles y entidades financieras, los participantes en el mercado de valores, el Registro Nacional de Valores y al supervisor que es la Comisión Nacional Bancaria y de Valores.

La información que se realice de los valores debe hacer referencia al prospecto informativo previamente aprobado por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, no debe inducir a error, y la información debe ser clara, objetiva y veraz.

### **El Registro Nacional de Valores.**

El Registro Nacional de Valores consta de dos secciones, uno de Valores donde se inscriben las ofertas pública a realizarse en México, y uno Especial donde se inscriben las ofertas pública a realizarse fuera de México.

Para la emisión de un valor se deberá presentar a la Comisión Nacional Bancaria y de Valores un prospecto informativo, los estados financieros auditados, una opinión legal independiente, un dictamen de una institución calificadoradora de riesgo, y la opinión de la bolsa de valores donde se va a inscribir.

Se define a los directores independientes del emisor a aquellas personas elegidas en base a su experiencia, capacidad y prestigio profesional, que no trabajen para el emisor, sean accionistas del emisor, o de empresas vinculadas al mismo, clientes, proveedores, deudores, pertenezcan a una entidad que reciba donaciones del emisor, o trabajen en una sociedad donde participen funcionarios de la emisora.

Se dispone que las minorías de tenedores de acciones que representen al menos un 10% tienen derecho a elegir a un consejero.

Se establece que la Junta de Accionistas debe conocer del dictamen del comité de auditoría.

Se define un evento relevante como todo aquel hecho que pueda influir en la cotización de un valor, los mismos que deben ser comunicados al público, y que en caso que no sea así se convierten en información privilegiada. Se presume que tienen información privilegiada los administradores y accionistas del emisor y de su grupo empresarial.

### **Los intermediarios del mercado de valores.**

Corresponde al Gobierno Federal autorizar la organización de una Casa de Bolsa, la misma que deberá contar con un consejo de administración conformado por lo menos con un 25% de consejeros independientes. Adicionalmente, deberán contar con un contralor normativo, designado por el Consejo, que se encargue de verificar que la

entidad cumpla la normatividad vigente.

Los consejeros deben en su mayoría ser mexicanos o residentes en México. No podrán ser consejeros los empleados de la Casa de Bolsa, con excepción del director general y directivos, los mismos que no podrán ser más de un tercio del consejo. Tampoco podrán ser consejeros los cónyuges de los mismos, los parientes de dos consejeros, las personas que tengan litigio pendiente con la Casa de Bolsa, los sentenciados por delitos patrimoniales, los quebrados y concursados que no hayan sido rehabilitados, quienes participen en consejos de entidades financieras, los que cumplan funciones de inspección y vigilancia, y los encargados de labores de regulación.

#### **Las filiales de instituciones financieras del exterior.**

Se define a la filial como una sociedad mexicana en la que participa una entidad financiera del exterior, y que requiere autorización del Gobierno Federal para su organización, y podrán realizar las mismas operaciones que las Casas de Bolsa y representantes bursátiles.

El consejo de administración de la filial deberá contar al menos con un 25% de consejeros independientes, debiendo la mayoría de consejeros residir en México.

La filial deberá contar con un consejo de vigilancia, compuesto por comisarios elegidos por los diferentes tipos de acciones.

#### **Las Bolsas de Valores.**

Las bolsas de valores son sociedades anónimas, las que para operar requieren se les otorgue una concesión por parte de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, previa opinión del Banco de México y la Comisión Nacional Bancaria y de Valores.

Ninguna persona podrá controlar más del 10% del capital de una bolsa de valores.

Para que un valor liste en bolsa es necesario que previamente este inscrito ante la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, y las bolsas estas facultadas a suspender la negociación de un valor cuando se presenten usos o prácticas que no sean sanos para el mercado.

El reglamento interno de las bolsas deberá contener los requisitos para operar con valores, derechos y obligaciones de los participantes en bolsa, y los requisitos para el listado de valores, este reglamento debe ser autorizado por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, la que podrá ordenar la intervención de las bolsas de valores en caso de infracciones a la legislación.

#### **La Comisión Nacional de Valores.**

Corresponde a la Comisión Nacional Bancaria y de Valores investigar los hechos que atenten contra el mercado de valores, la que para imponer sanciones debe dar audiencia al presunto infractor, la que podrá considerar como atenuante si el infractor antes del inicio del procedimiento informa de la infracción y procede a su corrección.

Por la infracción de realizar operaciones de intermediación no autorizada o de valores no inscritos en el Registro Nacional de Valores, por destinar los fondos de los clientes en operaciones no autorizadas, se aplicará prisión de cinco a quince años.

Se aplicará prisión de dos a diez años si se omite registrar las operaciones realizadas, o se inscriban datos falsos en los registros.

Las personas que revelen información privilegiada serán sancionadas con prisión de tres días a seis meses, de igual manera para quienes realicen actos de manipulación en el mercado.

Por difundir información falsa en el mercado se impondrá prisión de tres meses a un año.

Los delitos anteriormente mencionados sólo podrán perseguirse a iniciativa de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, contando con la opinión de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores.

#### **Las instituciones para el depósito de valores.**

Las instituciones de depósito de valores, que son sociedades anónimas conformadas por el Banco de México, casas de bolsa, especialistas bursátiles, bolsas de valores, instituciones de crédito, compañías de seguros y de fianzas, para operar requieren la concesión otorgada por la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, previa opinión de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, y operarán una por plaza.

El consejo de administración deberá contar con al menos un 25% de directores independientes, y los consejeros deberán abstenerse en casos que se presenten conflictos de intereses.

Estas instituciones están encargadas de la administración de valores, la transferencia, compensación y liquidación de valores, las que están bajo la inspección y vigilancia de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores.

El reglamento interno de estas instituciones deberá contener las normas para los valores en depósito, los procedimientos para la transferencia, compensación y liquidación de valores, operaciones, derechos y obligaciones de los depositantes, pago de penas y procedimiento para modificar el reglamento.

La información obrante en estas instituciones sólo podrá ser comunicada a los depositantes respecto a las operaciones en las que intervengan, a quienes enviarán un estado de cuenta una vez al mes.

#### **Las contrapartes centrales.**

Las contrapartes centrales son sociedades anónimas que gozan de una concesión del Gobierno Federal, concedida previa opinión de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, y tienen por objeto reducir el riesgo de incumplimiento por parte de los intermediarios en el mercado de valores.

Sólo podrán ser accionistas de las contrapartes centrales las bolsas de valores, instituciones para el depósito de valores, casas de bolsa, especialistas bursátiles e instituciones de crédito. Ninguna persona podrá controlar más del 10% del capital.

El consejo de administración deberá estar conformado al menos por un 25% de directores independientes. Adicionalmente al consejo de administración deberán contar con tres órganos colegiados encargados del sistema de salvaguardas financieras, el cumplimiento de la normatividad y la aplicación de medidas disciplinarias.

### **La contratación bursátil.**

El contrato de intermediación bursátil contiene la instrucción del cliente, ya sea por escrito, verbal o telefónicamente, dada a la casa de bolsa para que adquiera o transfiera un valor, el mismo que aparece a nombre de la casa de bolsa, para lo cual el cliente deberá proveerla de los recursos respectivos.

Las casas de bolsa no son responsables de los rendimientos ni pérdidas de los inversionistas, estando prohibidos de compra o vender los valores que les hayan sido confiados por sus clientes.

Corresponde a la Comisión Nacional Bancaria y de Valores supervisar que los contratos bursátiles que utilicen las casas de bolsa cumplan con la normatividad vigente.

Las Casas de Bolsa podrán participar en fideicomisos, para lo cual designaran delegados fiduciarios, respondiendo por los daños y perjuicios si falta a las condiciones del fideicomiso, estando prohibidas de utilizar los fondos del fideicomiso en operaciones vinculadas a las casas de bolsa o funcionarios de las mismas, debiendo llevar contabilidad independiente por cada fideicomiso.

### **Las operaciones internacionales.**

Las casas de bolsa están autorizadas a realizar sus actividades en mercados en el exterior. De igual manera, podrán negociar valores extranjeros en México en la medida en que se inscriban en el Registro Nacional de Valores.

### **La automatización.**

Los participantes en el mercado deberán llevar su contabilidad y registros de operaciones en sistemas automatizados. De igual manera la Comisión Nacional Bancaria y de Valores deberá contar con sistemas automatizados para la recepción, resguardo y clasificación de la información que administra.

### **La oferta y operaciones sobre acciones no inscritas en el Registro Nacional de Valores.**

Las sociedades anónimas pueden ofertar acciones de su capital social que no estén inscritas en el Registro Nacional de Valores, siempre que la oferta se dirija a inversionistas calificados e institucionales, y la negociación podrá realizarse sin los intermediarios del mercado, tales como casas de bolsa o especialistas bursátiles.

La condición de inversionista calificado es otorgada por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, mientras que son inversionistas institucionales las compañías de seguros y de fianzas, los fondos de pensiones o jubilaciones, y los que la Secretaría de Hacienda y Crédito Público señale.

### **Las prohibiciones.**

Se consideran prácticas prohibidas la difusión de información falsa al mercado, la manipulación de operaciones en el mercado, las operaciones de simulación, anticiparse por cuenta propia a operaciones ordenadas por los clientes, distorsionar los sistemas y equipos informáticos de las bolsas de valores, realizar operaciones pese a existir conflictos de intereses y contravenir los usos y prácticas del mercado.

**Los organismos autorregulatorios.**

Las bolsas de valores, las contrapartes centrales, las asociaciones gremiales de intermediarios se consideran organismos autorregulatorios, y están sujetos a la supervisión y vigilancia de la Comisión Nacional Bancaria y de valores, debiendo velar por la integridad y transparencia en el mercado.

**Disposiciones finales.**

Las autoridades administrativas tienen un plazo de tres meses para resolver, salvo que expresamente se establezca un plazo distinto, vencido dicho plazo se entenderán que han sido resueltas en sentido negativo.

## **EL PROYECTO DE LA LEY DEL MERCADO DE VALORES DE COLOMBIA**

El proyecto de la Ley del Mercado de Valores de Colombia cuenta con siete títulos que abarcan los siguientes temas:

- La intervención del gobierno nacional.
- La supervisión del sistema integral de información del mercado de valores y de las contribuciones.
- El sistema de compensación y liquidación de operaciones y el depósito de valores.
- El funcionamiento ordenado del mercado.
- El régimen de protección a los inversionistas.
- Las infracciones y sanciones administrativas.
- Disposiciones finales.

**La intervención del gobierno nacional.**

Se señala que la intervención del gobierno nacional tendrá como objetivos proteger los derechos de los inversionistas, promover el desarrollo y la eficiencia del mercado de valores, prevenir y manejar el riesgo sistémico del mercado y preservar la confianza del público en el mismo.

La regulación y la supervisión debe estar acorde con las innovaciones tecnológicas, tener procedimientos ágiles, que de evite restringir la competencia y que la información al mercado sea oportuna, completa y exacta.

Se consideran valores las acciones, bonos, papeles comerciales, certificados de depósito, títulos de procesos de titulización, certificados de depósito, aceptaciones bancarias, cédulas hipotecarias, títulos de deuda pública, derivados financieros siempre que estén estandarizado, no así las pólizas de seguro ni los títulos de capitalización.

Para estos valores no proceden las acciones cambiarias de regreso, ni

reinvidicatoria.

**La supervisión del sistema integral de información del mercado de valores y de las contribuciones.**

Corresponde a la Superintendencia de Valores instruir a los participantes en el mercado de las normas que regulan el mismo, vigilar el cumplimiento de las normas del Banco de la República, suspender emisiones para evitar daño a los inversionistas, e imponer las medidas cautelares del Código Procesal Civil para designar a un administrador profesional.

El sistema integral de información del mercado de valores - SIMEV- estará conformado por el registro nacional de valores y emisores, el registro nacional de agentes del mercado, y el registro nacional de profesionales del mercado.

Los derechos de inscripción en el SIMEV y las contribuciones deben ser fijadas de acuerdo a los costes de la supervisión realizada.

**El sistema de compensación y liquidación de operaciones y el depósito de valores.**

Los sistemas de administración de valores podrán ser dirigidos por las cámaras de riesgo central de contraparte, las bolsas de valores, el Banco de la República y los depósitos centralizados de valores.

La compensación comprende la determinación de la obligación de entrega de valores y la transferencia de fondos, y la liquidación la entrega y transferencia efectiva.

Las órdenes de transferencia de valores son irrevocables.

La anotación en cuenta corresponde al registro en un depósito centralizado de valores, y constituye el derecho.

Las cámaras de riesgo central de contraparte buscan reducir el riesgo de incumplimiento de las operaciones de valores, y les corresponde ser acreedores y deudores de las operaciones, administrar el sistema de compensación y liquidación de operaciones, administrar garantías, exigir el cumplimiento de obligaciones de sus contrapartes y expedir certificaciones.

Sólo pueden ser socios de las cámaras de riesgo central de contraparte los intermediarios de valores, instituciones de crédito, compañías de seguros, servicios financieros, de capitalización, administradoras de sistemas de negociación, bolsas de valores, bolsas de productos y los depósitos centralizados de valores.

**El funcionamiento ordenado del mercado.**

Se dispone que un contralor normativo esté presente en las sociedades comisionistas de bolsa, el mismo que deberá ser independiente, elegido por la junta directiva, y deberá velar por el cumplimiento de la normatividad, prevenir conflictos de intereses y documentar irregularidades.

Se señala que quienes cumplan funciones de intermediación, tales como las organizaciones gremiales o profesionales, las bolsas de valores, las bolsas de productos agropecuarios y agroindustriales, y las sociedades administradoras de sistemas de

negociación deben autorregularse.

#### **El régimen de protección a los inversionistas.**

Se dispone que cuando el 5% de las acciones presentan una solicitud a la junta directiva de una sociedad, la misma está en la obligación de responderla.

Se establece que las juntas directivas de las sociedades estarán conformadas por al menos un 25% de directores independientes, quienes no podrán ser empleados del emisor o sociedades vinculadas, accionistas con capacidad para determinar la elección de la administración, trabajar para empresas que brindan asesoría o consultoría a la sociedad, en entidades que reciban donativos significativos, ser administradores de una compañías en la que participen representantes legales de la sociedad o que reciba una remuneración por parte de la sociedad diferente a la condición de miembro de la junta directiva o del comité de auditoría.

Se exige que los emisores cuenten con un comité de auditoría compuesto por directores independientes, y que deberá aprobar los estados financieros a ser sometidos a la junta directiva y al máximo órgano de la sociedad.

#### **Las infracciones y sanciones administrativas.**

Corresponde a la Superintendencia de Valores sancionar las infracciones a la legislación del mercado de valores.

Se consideran infracciones ejercer actividades sin la inscripción en el registro exigida, afectar la formación de precios, manipular la liquidez, aparentar ofertas o demandas, obstaculizar la libre competencia, no llevar contabilidad, remitir información falsa, incumplir normas de información privilegiada, de conflictos de interés, no divulgar información que pudiera afectar la cotización del valor, admitir la negociación de valores que no hayan sido previamente registrados, inducir a error en el público, divulgar información falsa, e incumplir exigencias legales.

La sanción deberá considerar los principios de proporcionalidad, de disuasión, revelación y contradicción.

Para la graduación de las sanciones se considerará la reiterancia, la resistencia, la obstrucción a la investigación, la utilización de medios fraudulentos, el beneficio obtenido, la dimensión del daño y el reconocimiento de la infracción por parte del infractor.

#### **Disposiciones finales.**

Se precisa que los fondos administrados y los fondos propios de las sociedades administradoras son independientes, y en tal sentido, no pueden ser afectados por los acreedores de las sociedades administradoras.

Se dispone que la Superintendencia de Valores cumpla una función de agencia numeradora de valores, y que esta función pueda delegada entidades de depósito centralizados.

Se prohíbe a las entidades sometidas a la inspección y vigilancia de la Superintendencia de Valores deleguen en terceros la ejecución de sus actividades.





# CAPÍTULO VI: EL REGULADOR Y EL DERECHO DEL MERCADO DE VALORES

## EL ORGANISMO SUPERVISOR

La transparencia en la Ley del Mercado de Valores está basada en los siguientes pilares:

- El registro del mercado de valores
- Calidad y publicidad de la información
- Información financiera
- Hechos de importancia
- Información reservada
- Información privilegiada

La Ley del Mercado de Valores, en su artículo 7, encarga el cumplimiento de la misma a la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores – CONASEV.

José Tola Nosiglia en su libro “El Mercado de Valores y la Bolsa en el Perú”, Lima, 1994, primera edición, Mass Comunicación S.R.L., en la página 519 refiriéndose a la

CONASEV señala que

*“Dicha entidad fue creada como Comisión Nacional de Valores en el año 1968 por la L. 17020, pero entró en funcionamiento sólo en el año 1970 cuando se promulgó el D.L. 18302. Posteriormente, mediante el D.L. 19648, se cambió su denominación por la que ostenta en la actualidad y se le confirió la facultad de ejercer la supervigilancia de las personas jurídicas organizadas como sociedades mercantiles, con excepción de aquellas sujetas a la supervisión de otras instituciones gubernamentales. La CONASEV se rige actualmente por el D.L. 26126, que ha derogado el D. Leg. 198 el cual ya había sido derogado en parte por la LMV”.*

## **FINALIDAD DE LA ENTIDAD SUPERVISORA**

El Decreto Ley N° 26126 publicado el 30/12/1992, aprobó el Texto Unico Concordante de la Ley Orgánica de la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores, la que en su artículo primero señaló que la finalidad de la misma es:

1. Promover el mercado de valores
2. Velar por el adecuado manejo de las empresas
3. Normar la contabilidad de las empresas

Resulta ilustrativo comparar este artículo con el artículo cuarto del proyecto de la Ley del Mercado de Valores de Colombia que señala que los objetivos de la intervención del Gobierno Nacional serán:

1. Proteger los derechos de los inversionistas.
2. Promover el desarrollo y la eficiencia del mercado.
3. Prevenir y manejar el riesgo sistémico del mercado de valores.
4. Preservar el buen funcionamiento, la justicia, la transparencia, la disciplina y la integridad del mercado y, en general, la confianza del público en el mismo.

El artículo quinto precisa que el desarrollo de la ley debe adecuarse a los siguientes criterios:

- Que se promueva el desarrollo del mercado de valores y su conocimiento por parte del público.
- Que la regulación y la supervisión del mercado se ajusten a las innovaciones tecnológicas y faciliten el desarrollo de nuevos productos y servicios dentro del marco de las actividades reguladas establecido en la presente ley.
- 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.
- Que los costos de la supervisión y la disciplina del mercado sean eficiente y

equitativamente asignados.

- Que se evite impedir o restringir la competencia.
- Que las distintas autoridades con funciones de supervisión colaboren entre sí para identificar, medir y controlar los riesgos a que estén sometidas las diferentes entidades vigiladas.
- Que las autoridades den 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 emitan normas dirigidas a la protección de los derechos de los inversionistas.
- Que el mercado de valores esté provisto de información oportuna, completa y exacta que permita la formación de precios en el mismo.
- Que se garantice que las operaciones realizadas en el mercado de valores sean llevadas hasta su puntual y exacta compensación y liquidación.

Por su parte, la Ley del Mercado de Valores de Chile, en su artículo segundo, señala que corresponde a la Superintendencia de Valores y Seguros vigilar el cumplimiento de la ley del mercado de valores.

## **FUNCIONES DE LA ENTIDAD SUPERVISORA**

En el artículo segundo de la Ley de CONASEV se establecen como sus funciones las siguientes:

Funciones de promoción:

- Estudiar, promover el mercado de valores y reglamentar el mercado de valores
- Formar y difundir la estadística nacional de valores;
- Participar en organismos internacionales vinculados a materias de su competencia y celebrar convenios con ellos y con entidades reguladoras de los mercados de valores de otros países;

Funciones de supervisión:

- Controlar a las personas naturales y jurídicas que intervienen en el mercado de valores;
- Velar por la transparencia de los mercados de valores, la correcta formación de los precios en ellos y la protección de los inversionistas, procurando la difusión de toda la información necesaria para tales propósitos;

- Absolver las consultas e investigar las denuncias o reclamaciones que formulen accionistas, inversionistas u otros interesados sobre materias de su competencia, señalando los requisitos que debe satisfacerse para ello;
- Llevar el Registro Público de Valores e intermediarios;
- Supervisar el cumplimiento de la Ley General de Sociedades por las sociedades anónimas abiertas a que hace referencia el capítulo III del título IX del Decreto Legislativo No. 755;
- Vigilar la actuación de las sociedades auditoras designadas por las personas naturales o jurídicas sometidas a su supervisión, impartirles normas sobre el contenido de sus dictámenes y requerirles cualquier información o antecedente relativo al cumplimiento de sus funciones;
- Requerir de las reparticiones públicas y entidades estatales los informes que considere necesarios; y,
- Ejercer la facultad para administrar y recaudar las contribuciones para el sostenimiento de CONASEV, así como sus intereses y moras

Funciones de regulación:

- Reglamentar el mercado de valores
- Reglamentar y controlar las actividades de las empresas administradoras de fondos colectivos;
- Normar y controlar las actividades de los fondos mutuos de inversión en valores y de las sociedades administradoras;
- Dictar las normas para elaborar y presentar los estados financieros individuales y consolidados y cualquier otra información complementaria, cuidando que reflejen razonablemente la situación financiera, los resultados de las operaciones y los flujos de efectivo de las empresas y entidades comprendidas dentro del ámbito de supervisión, de acuerdo con las normas contables vigentes en el país, así como controlar su cumplimiento
- Tipificar las conductas infractoras del mercado de valores, mercado de productos y fondos colectivos, así como dictar las respectivas medidas correctivas, cuando corresponda.

Por su parte el proyecto de la Ley del Mercado de Valores de Colombia señala que en su artículo 14° que la Superintendencia de Valores adicionalmente a las funciones de vigilancia, control, prevención y de corrección, desarrollo del mercado, de preservación y divulgación de la información, tendrá las funciones de inspección, policía judicial, instrucción y agencia numeradora nacional.

Funciones de inspección:

- Inspeccionar las actuaciones de los administradores
- Verificar la formación de precios

- Verificar la información proporcionada al mercado
- Inspección para determinar posibles incumplimientos de las normas
- Examinar archivos
- Interrogar, bajo juramento.
- Obligar a las matrices o controlantes, sus subordinadas y a las subordinadas que presten la colaboración necesaria para las investigaciones.
- Requerir la colaboración de autoridades nacionales e internacionales.
- Adoptar medidas para preservar la confianza del público en el mercado.
- Solicitar información sobre operaciones.
- Investigar operaciones.
- Podrá hacer uso de las medidas coercitivas que se consagran para los jueces.

Funciones de policía judicial:

- Deberá cooperar con la Fiscalía General de la Nación y demás autoridades competentes.

Funciones de instrucción:

- Podrá disponer medidas de carácter general para proteger:
  - los sanos usos y prácticas del mercado,
  - la valoración de activos y
  - definir de manera general y previa, las prácticas no autorizadas, inseguras o abusivas en el mercado de valores.

Por su parte la Ley del Mercado de Valores de España le encarga velar por la transparencia en el mercado, y en tal sentido el artículo 10° señala que le corresponde:

- Velar por la correcta formación de los precios
- La protección de los inversores,
- Promover la difusión de la información.
- Asesorar al Gobierno en las materias relacionadas con los mercados de valores.
- Elevar propuestas sobre disposiciones relacionadas con los mercados de valores .
- Elaborar un informe anual en el que se refleje su actuación y la situación general de los mercados de valores.
- Elevar anualmente al Congreso un informe sobre la situación de los mercados financieros organizados..

El artículo 15° le otorga también facultades legislativas, y en tal sentido podrá dictar disposiciones, que se denominarán circulares, para el desarrollo de los Reales Decretos, siempre que estas disposiciones le habiliten de modo expreso para ello, previos informes

técnicos y jurídicos, oportunos de los servicios competentes de la misma.

## **FINALIDAD DE LA LEY DEL MERCADO DE VALORES**

La Ley del Mercado de Valores, Decreto Legislativo N° 861, publicado el 26 de octubre de 1996, señala en su artículo primero que su finalidad es promover:

- el desarrollo ordenado del mercado de valores,
- la transparencia del mercado de valores,
- la adecuada protección del inversionista .

La transparencia en el mercado va a estar dada por el acceso a la información de la cual se dispone, mientras que se va a entender como inversionista al tenedor de un activo financiero.

## **OBJETO DE LA REGULACIÓN DE LA LEY DEL MERCADO DE VALORES**

De acuerdo a la Ley del Mercado de Valores, la misma comprende:

a) Valores:

Las ofertas públicas de valores mobiliarios (no las ofertas privadas):

- Oferta pública primaria
- Oferta pública secundaria

Oferta pública de adquisición

- De participación significativa
- De adquisición voluntaria

Oferta pública de compra

- Por exclusión del registro

Oferta pública de venta

- Oferta de intercambio

Los valores de oferta pública

- Acciones

- Bonos
- Instrumentos de corto plazo
- Certificados de suscripción preferente

### b) Participantes

- Los emisores de ofertas pública
- Los agentes de intermediación
- Las bolsas de valores
- Las instituciones de compensación y liquidación
- Las sociedades tituladoras
- Los fondos mutuos de inversión en valores
- El organismo de supervisión y control

Comparado con la Ley del Mercado de Valores de España, encontramos que la misma señala en sus artículos primero y segundo que la Ley del Mercado de Valores *“tiene por objeto la regulación de los mercados primarios y secundarios de valores(...)* y 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”*.

En su artículo segundo precisa que *“También quedarán comprendidos dentro de su ámbito (de la Ley del Mercado de Valores) los siguientes instrumentos financieros:*

*a) Los contratos de cualquier tipo que sean objeto de negociación en un mercado secundario, oficial o no.*

*b) Los contratos financieros a plazo, los contratos financieros de opción y los contratos de permuta financiera, siempre que sus objetos sean valores negociables, índices, divisas, tipos de interés, o cualquier otro tipo de subyacente de naturaleza financiera, con independencia de la forma en que se liquiden y aunque no sean objeto de negociación en un mercado secundario, oficial o no.*

*c) Los contratos u operaciones sobre instrumentos no contemplados en las letras anteriores, siempre que sean susceptibles de ser negociados en un mercado secundario, oficial o no, y aunque su subyacente sea no financiero, comprendiendo, a tal efecto, entre otros, las mercancías, las materias primas y cualquier otro bien fungible”*.

Por su parte la Ley del Mercado de Valores de Chile precisa que están bajo el ámbito de dicha ley:

- Las bolsas de valores
- Los corredores de bolsa
- Los agentes de valores
- Emisores
- Instrumentos

En el artículo tercero, se establece que “se entenderá por valores cualquiera 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”.

El artículo 154° señala que las Bolsas pueden constituir una Cámara de Compensación, para los contratos de futuros y de opciones.

El proyecto de la Ley del Mercado de Valores de Colombia señala que se registrarán bajo dicha norma:

- La organización del mercado de valores
- El funcionamiento del mercado de valores
- La información del mercado de valores
- El aprovechamiento de valores
- El manejo de valores
- La inversión de valores

El artículo tercero establece que se entenderá por valor todo derecho de naturaleza negociable, cuando tenga como objetivo la captación de recursos del públicos, tales como:

1. Las acciones.
2. Los bonos.
3. Los papeles comerciales.
4. Los certificados de depósito de mercancías.
5. Cualquier título o derecho resultante de un proceso de titularización.
6. Cualquier título representativo de capital de riesgo.
7. Cualquier título o derecho sobre carteras colectivas u otros instrumentos de captación de las mismas.
8. Los certificados de depósito a término.
9. Las aceptaciones bancarias.
10. Las cédulas hipotecarias.
11. Cualquier título de deuda pública.

Se precisa que los valores deben inscribirse en el Registro Nacional de Valores y Emisores, si es que se quiere captar recursos del público.

También se consideran valores los contratos de futuros, de opciones, de permuta financiera y los demás derivados financieros, no así las pólizas de seguros y los títulos de capitalización.

Para la ley del mercado de valores de México, la misma regula:

- La oferta pública



- La intermediación
- Las actividades de las personas que intervienen
- Registro Nacional de Valores
- Autoridades
- Servicios

El artículo segundo considera oferta pública aquella que se realice por medios de comunicación masiva para suscribir los valores destinados a circular en el mercado de valores, la que debe ser previamente autorizada por la Comisión Bancaria y de Valores.

Por su parte el artículo primero señala que las autoridades de la Comisión Bancaria y de Valores deberán procurar:

- la protección de los intereses de los inversionistas,
- el desarrollo de un mercado de valores equitativo, eficiente, transparente y líquido,
- minimizar el riesgo sistémico, y
- fomentar una sana competencia en el mismo.

## EL REGISTRO DEL MERCADO DE VALORES

A efectos de proteger a los inversionistas en las ofertas públicas, se va a exigir la inscripción en el registro del mercado de valores (30) de los mismos que son materia de oferta pública y de los programas de emisión de valores.

Se va a entender como oferta pública, la invitación adecuadamente difundida que se dirige al público en general o a segmentos de esto, para realizar cualquier acto jurídico referido a la colocación, adquisición o disposición de valores mobiliarios.

Los valores mobiliarios (31) (32) requieren de una emisión masiva y ser de libre negociación, y, van a representar derechos para sus titulares.

Para poder realizar una emisión de bonos a través de una oferta pública, como es el caso de las emisiones de bonos bajo análisis, es necesario inscribir los valores que serán objeto de oferta pública en el Registro del Mercado de Valores que administra la CONASEV (33) (34).

Para la inscripción de los valores es necesario presentar lo siguiente:

a) La comunicación del representante legal a Conasev solicitando la inscripción de los valores en el Registro del Mercado de Valores.

b) Documentos referentes al acuerdo de emisión, donde consten:

- Características de los valores
- Deberes de los titulares

- Derechos de los titulares
- c) El proyecto de prospecto informativo sobre la emisión.
  - d) Los estados financieros auditados del emisor correspondiente a los dos últimos años.
  - e) La clasificación de riesgo.

El emisor es responsable de la información de (artículo 16 Reglamento de OP y VVM):

- La oferta (35)
- El valor
- De sí mismo

La entidad estructuradora será responsable de velar que el emisor presente la información que corresponde, y es la encargada de la dirección de la oferta pública.

La Ley del Mercado de Valores de España, en su artículo 92°, encarga a la Comisión Nacional del Mercado de Valores que custodie los registros oficiales al que se tendrá libre acceso:

- 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.
- Un Registro de las comunicaciones de proyectos de emisión.
- 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.
- Un Registro que contendrá los folletos informativos.
- Un registro de las empresas de servicios de inversión que operen en España y, en su caso, de sus administradores, directivos y asimilados.
- Un registro de los agentes o apoderados que actúen con carácter habitual por cuenta de las empresas de servicios de inversión.
- Un registro de titulares de participaciones significativas.
- Un registro de hechos e informaciones significativas para los mercados de valores.
- Un registro en el que, se harán constar las sanciones impuestas en los últimos cinco años por la comisión de infracciones graves y muy graves a las personas físicas y jurídicas.

Por su parte, la Ley del Mercado de Valores de Chile, en su artículo 5°, encarga a la Superintendencia que lleve un registro donde se inscribirán:

- Emisores de oferta pública
- Valores de oferta pública

- Acciones

## EL PROSPECTO INFORMATIVO

El Prospecto Informativo es el documento en el cual debe constar la información de la compañía emisora y de los valores a emitirse, y debe contener como mínimo lo siguiente:

1. Las características de los valores.
2. Los derechos y obligaciones que otorgan a su titular.
3. Las cláusulas relevantes del contrato de emisión para el inversionista.
4. Las cláusulas relevantes del estatuto para el inversionista.
5. Los factores que signifiquen un riesgo para las expectativas de los inversionistas.
6. Nombre y firma de las personas responsables de la elaboración del prospecto informativo:
  - a) De la entidad estructuradora
  - b) Del emisor:
    - i) Principal funcionario administrativo
    - ii) Legal
    - iii) Contable
    - iv) De finanzas
7. Los estados financieros auditados del emisor de los dos últimos años.
8. El detalle de las garantías de la emisión.
9. El procedimiento a seguir para la colocación de los valores.

Para la ley del mercado de valores de España, según el artículo 28°, el prospecto informativo es el documento que contiene la información necesaria para permitir la adecuación valoración a un inversionista sobre su decisión de inversión. Dicho prospecto deberá contener:

- las conclusiones de las auditorías de cuentas,
- las características de los valores afectados,
- los derechos y obligaciones de sus tenedores,
- el procedimiento de colocación.

Antes de la incorporación del prospecto al registro, los requisitos exigidos al mismo será verificado por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, que será suscrito por persona con poder para obligar a la entidad emisora de valores, y debe ser entregado gratuitamente a los suscriptores, y que se facilitará al público en el domicilio social.

## REQUISITOS PARA LA INSCRIPCIÓN DEL VALOR Y/O PROSPECTO INFORMATIVO

De acuerdo al artículo 12° del reglamento de oferta pública y de venta de valores mobiliarios, resolución Conasev N° 141-1998-EF/94.10, se requerirá lo siguiente:

El emisor y/o ofertante deberá presentar la documentación e información que se exija de manera específica en cada caso de acuerdo a lo que determine la Gerencia General de Conasev.

Se deberá presentar al Registro toda la documentación e información que resulte necesaria, aún cuando no sea requerida de manera específica, para alcanzar una revelación de información en forma (36):

- Veraz
- Suficiente
- Oportuna
- Clara

El plazo con que cuenta Conasev para disponer la inscripción es de:

- 30 días desde la presentación de la solicitud.
- 7 días en el caso de emisores que hayan emitido valores de la misma clase en los últimos 12 meses, siempre que en dicho período no haya sido sancionado el emisor por falta grave o muy grave (incluir comentarios de faltas graves o muy graves).

En el caso de obligaciones no mayores a un año, de entidades calificadas, el plazo es de 30 días y de 7 días.

Una entidad es considerada calificada si (artículo 3 RC 141-1998-EF/94.10):

- Cuenta con una o más valores inscritos en el registro por un período de dos años o más.
- Que no hayan sido objeto de sanciones en los últimos 12 meses, salvo amonestación, por faltas referidas a revelación de información.
- No haber obtenido en los últimos 12 meses una categoría de riesgo que implique una falta de presentación de información suficiente a la empresa clasificadora.

En el caso de valores típicos de entidades calificadas la inscripción corresponde a la Gerencia General de Conasev o en casos en los que se haya expresamente delegado, en lo demás casos la inscripción y/o registro corresponde a Conasev (artículo 22° Reglamento de OP y VVM).

## INSCRIPCIÓN MEDIANTE EL TRÁMITE ANTICIPADO

Para efectuar una o más ofertas primarias en un período determinado, es posible la inscripción de valores y/o registro de prospectos a través de un trámite anticipado para todas ellas, para lo cual se requiere:

- Una solicitud acompañando la información relativa al emisor.
- Detalles correspondientes a las ofertas y valores específicos.
- Un prospecto marco en virtud del cual se deberán presentar las ofertas.

El plazo para la aprobación del trámite anticipado y de registro es de 30 días, y en el caso de entidades calificadas y obligaciones típicas no mayores a un año el plazo es de 15 días.

La documentación presentada, incluyendo el prospecto, debe ser actualizada toda vez que se efectúe una oferta primaria.

En el caso de entidades calificadas, se podrá considerar que se mantiene actualizado el prospecto marco cuando incorpore por referencia:

- Los estados financieros
- Memorias anuales
- Reportes trimestrales
- Demás documentos que se presenten con posterioridad.

La inscripción de los nuevos valores subsiguientes requiere:

- La actualización de la documentación presentada a efectos de la solicitud de trámite anticipado.
- Declaración que las mismas han sido actualizadas o mantienen su vigencia.
- De no haberse hecho con anterioridad, presentar la información específica al valor y la oferta correspondiente, incluyendo un prospecto complementario.

El plazo de inscripción y/o registro será de cinco días, con silencio administrativo positivo.

En el caso de valores típicos de entidades calificadas, la inscripción de valores y/o registro de prospectos informativos se entienden efectuados con la aprobación del trámite anticipado. Se deberá remitir al Registro de manera simultánea a los inversionistas de:

- La actualización de la documentación presentada a efectos de la solicitud de trámite anticipado.
- Declaración que las mismas han sido actualizadas o mantienen su vigencia.
- De no haberse hecho con anterioridad, presentar la información específica al valor y la

oferta correspondiente, incluyendo un prospecto complementario.

La calificación de valor típico será determinada por la Gerencia General de Conasev.

Las emisiones que se realicen en virtud del trámite anticipado pueden ser efectuadas durante los dos años siguientes a la aprobación (es contradictorio al plazo de colocación de 9 meses del artículo 61° de la LMV).

Para la Ley del Mercado de Valores de España, artículo 25°, si bien las emisiones no requieren de autorización previa, el Ministro de Economía y Hacienda podrá señalar que se requiere autorización previa para:

- 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.
- Las emisiones cuyos rendimientos sean exigibles, en su totalidad o en su mayor parte, en plazos superiores a un año.
- Las emisiones expresadas en moneda extranjera realizadas en el mercado nacional.
- Las emisiones realizadas en el mercado nacional por no residentes.
- 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.

El artículo 26° dispone los siguientes requisitos para las emisiones de valores:

- Comunicación a la Comisión Nacional del Mercado de Valores.
- Aportación a la Comisión Nacional del Mercado de Valores de los documentos que acrediten el acuerdo de emisión, las características de los valores emitidos y los derechos y obligaciones de sus tenedores.
- Existencia y registro de una auditoría de cuentas de los estados financieros del emisor.
- Presentación a la Comisión Nacional del Mercado de Valores y registro de un folleto informativo.
- 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 artículo 27° que hace referencia a los estados financieros auditados, señala que el informe de auditoría se considerará información pública, y se facilitará su acceso en el domicilio social de la entidad emisora.

## **INCLUSIÓN DE VALORES MOBILIARIOS EN RUEDA DE BOLSA:**

El reglamento de inscripción y exclusión de valores mobiliarios en la rueda de bolsa, resolución CONASEV N° 125-1998-EF/94.10 establece los siguientes requisitos para listar valores nacionales en el Registro de Valores de la Bolsa de Valores de Lima:

1. Estados financieros auditados de los 2 últimos años.
2. Estados financieros no auditados del último trimestre anterior a la solicitud.
3. Estados financieros consolidados de los 2 últimos años.
4. Memoria de los 2 últimos años.
5. Copia simple de la fecha registral del emisor del Registro de Personas Jurídicas de Lima.
6. Copia simple del acuerdo adoptado por el órgano social correspondiente del emisor para incorporar a negociación los valores, o copia del contrato de emisión.
7. Copia simple de la escritura pública del emisor.
8. Un ejemplar actualizado del estatuto del emisor debidamente suscrito por el representante legal.
9. Copia simple de la escritura pública, contrato de emisión u equivalente donde conste las características de los valores, debiendo necesariamente incluir:
  - a. Importe total
  - b. Fecha de emisión
  - c. Valor nominal.
  - d. Derechos que representan.
  - e. Obligaciones que representan.
  - f. Plazo de vigencia.
  - g. Modo de transmisión.
  - i. Fecha de vencimiento.
10. Constancia de haber celebrado el contrato para la representación de valores por anotaciones en cuenta, expedida por un institución de compensación y liquidación de valores.
11. La clasificación de riesgo del valor mobiliario (37).
12. Datos del representante que tramita el listado, así como su poder.
13. Designación de la persona domiciliada en el país, que será la representante ante la Bolsa durante todo el período del listado.
14. Relación de accionistas que representan una participación superior al 5% del capital social.
15. Directores.
16. Plana gerencial.
17. Personas jurídicas integrantes del grupo económico al cual pertenezca el emisor.

18. Informes indicando los principales negocios del emisor, proyectos y aquellos que el directorio considere relevante para los inversionistas. Deberá precisarse dividendos, derechos o beneficios pendientes de entrega.

19. Modelo del título, cuando fuera el caso.

20. Copia simple del acuerdo adoptado por el órgano competente de la emisora sometiéndose a las normas y disposiciones de la Bolsa.

Precisa la resolución que la documentación se deberá presentar en 3 ejemplares.

El artículo 22° del reglamento dispone que la Bolsa se pronunciará en un plazo de 20 días contados a partir de la presentación de la solicitud.

La Bolsa podrá solicitar información adicional, interrumpiendo el plazo. Si en el período de 40 días, contados desde la notificación, no se subsanan las observaciones señaladas, se considerará la solicitud como no presentada.

Subsanadas las observaciones y con el pronunciamiento de la Bolsa, en el lapso de 5 días se remitirá a CONASEV la solicitud con los documentos, que tendrá 10 días para pronunciarse, aplicándose el silencio administrativo positivo.

Se dispone que el mismo día de realizado el listado, la Bolsa lo comunicará a CONASEV a la sociedad emisora, iniciándose la negociación de valores al día siguiente de publicado el listado en el Boletín Diario de la Bolsa (38).

La Ley del Mercado de Valores de España, artículo 29°, establece que el procedimiento de emisión deberá hacerse público y definidos en el proyecto informativo, y que el proceso de colocación deberá ser previamente definido a la misma y se podrá a elección del emisor recurrir a cualquier técnica adecuada.

El proyecto de Ley del Mercado de Valores de Colombia, en su artículo 16°, enumera las actividades del mercado de valores siguientes:

- la emisión y la oferta de valores,
- la intermediación de valores,
- la administración de carteras colectivas, la promoción de carteras colectivas y la proveeduría de servicios para carteras colectivas,
- el depósito de valores,
- la compensación y liquidación de valores, la administración de sistemas de negociación o de registro de valores,
- la calificación de riesgos y de otros aspectos relevantes para el mercado de valores,
- la autorregulación,
- el suministro de información al mercado de valores, incluyendo el acopio y procesamiento de la misma,
- los servicios profesionales que presten los asesores en la estructuración de procesos de emisión o de colocación de valores,
- los servicios profesionales y de asesoría ejercidos por los revisores fiscales, los



contadores y los auditores de entidades vigiladas o controladas por la Superintendencia de Valores y por aquellos que sean señalados por el Gobierno Nacional,

- las asignadas por esta ley a los defensores del cliente y contralores normativos,
- las demás actividades previstas en la presente ley o que determine el Gobierno Nacional en ejercicio de las facultades previstas en la misma.

El artículo 17° dispone que son participantes del mercado de valores todos aquellos que realicen las actividades antes señaladas en el artículo 16°, que deben estar inscritos en el Sistema Integral del Mercado de Valores (SIMEV), y que se encuentran bajo la vigilancia de la Superintendencia de Valores.

Por su parte el artículo 18° señala que el Sistema Integral de Información del Mercado de Valores estará conformado por:

- El Registro Nacional de Valores y Emisores.
- El Registro Nacional de Agentes del Mercado.
- El Registro Nacional de Administradores, Funcionarios y Profesionales.

Se precisa que la información del SIMEV es pública, de responsabilidad de quienes la suministren, y que no implica calificación por parte de la Superintendencia de Valores.

Para la Ley del Mercado de Valores de México, artículo 10°, el Registro Nacional de Valores, a cargo de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, es público y contiene dos registros:

- La de valores
- La especial (suscripción o venta en el extranjero).

El artículo 11° señala que sólo los valores inscritos podrán ser objeto de oferta pública.

Por su parte, el artículo 14° establece los siguientes requisitos para la inscripción de valores en el Registro Nacional de Valores a cargo de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, la misma que no implica certificación de la solvencia del emisor:

Proyecto de prospecto de colocación con la situación (del emisor y del valor):

- financiera,
- administrativa,
- económica,
- contable, y
- legal

Opinión legal independiente sobre:

- la existencia legal de la emisora,
- la validez de:

- los acuerdos de asamblea general de accionistas o del consejo de administración, relativos a la emisión y a la oferta pública de los valores objeto de la inscripción,
- las facultades de las personas que los suscriban y la validez de los mismos valores, todo ello de conformidad con la legislación aplicable y los estatutos sociales vigentes de la emisora;

El dictamen sobre la calidad crediticia de la emisión, expedido por una institución calificadora de valores, y

Opinión favorable de una bolsa de valores, que en el caso de acciones deberá considerar si se está incluyendo directores o consejeros independientes.

## **EFFECTOS DE LA INSCRIPCIÓN EN EL REGISTRO**

Una vez inscrito el valor y/o registrado el prospecto informativo, el emisor se sujetará a las siguientes obligaciones, de acuerdo al artículo 23° del reglamento de OP y VVM:

- Deber de informar los hechos de importancia.
- Estados e indicadores financieros trimestrales.
- La memoria anual
- La información financiera auditada
- La transferencia de valores iguales o mayores al 1% del monto emitido, a favor de los directores o gerentes, sus cónyuges y parientes hasta el primer grado de consanguinidad.
- Transferencias de acciones que representen o alcancen más del 10% del capital del emisor.
- Deberá presentarse información sobre destrucción, extravío, sustracción o afectación.
- Cumplir con el reglamento de propiedad indirecta, vinculación y grupo económico.

## **INFORMACIÓN POSTERIOR A LA INSCRIPCIÓN O REGISTRO**

Se deberá remitir a Conasev y al mecanismo centralizado de negociación donde los valores se encuentren inscritos, de acuerdo al artículo 24° del reglamento de OP y VVM, la siguiente información:

- El prospecto informativo.

- Dentro de los 15 días los documentos legales definitivos.
- Como hecho de importancia la información que haga pública en el extranjero a otros inversionistas, en países en donde se vaya a llevar a cabo la oferta.
- Dentro de los 3 días de colocación o venta, las condiciones de la emisión que dependan de la colocación.
- Dentro de los 3 días siguientes a la colocación, el número y monto de los valores emitidos. En el caso de colocaciones que se efectúen en más de un acto, dicha información se presentará en las mismas fechas y períodos para la presentación de la información financiera trimestral.
- Informe respecto al cumplimiento de las condiciones de la emisión, durante la vigencia de la inscripción, en las mismas fechas que las de presentación de los estados financieros trimestrales. Se exceptúa de estos requerimientos los instrumentos de corto plazo de las entidades calificadas.
- Dentro de los 3 días siguientes de acordadas las modificaciones a la emisión, y 15 días para presentar copia de los instrumentos legales pertinentes.

Cuando participe un representante de los obligacionistas, las obligaciones de remisión de información deberán ser cumplidas por dicho representante, con excepción de los tres primeros puntos.

## CALIDAD Y PUBLICIDAD DE LA INFORMACIÓN

La calidad está referida a las características de la información, las cuales de acuerdo a lo dispuesto por el artículo 10° de la Ley del Mercado de Valores son:

- La veracidad de la misma
- La suficiencia de la misma
- La oportunidad de la misma

La publicidad de la información que se presenté al público no debe inducir a confusión u error de acuerdo al artículo 11° de la Ley del Mercado de Valores.

Están prohibidas las prácticas que atenten contra la integridad o transparencia del mercado, tales como:

- Transacciones ficticias
- Transacciones para variar artificialmente los precios de los valores
- Inducir a la compra o venta de valores mediante prácticas engañosas o fraudulentas.

Por su parte, la Ley del Mercado de Valores de España, en su artículo 78°, exige:

- El cumplimiento de códigos de conducta

- Comportarse con diligencia
- Minimizar los riesgos
- Controles internos
- Igualdad de trato

El artículo 79° dispone que todas las entidades que actúen en el mercado de valores deberán respetar lo siguiente:

a) Comportarse con diligencia y transparencia en interés de sus clientes y en defensa de la integridad del mercado.

b) Organizarse de forma que se reduzcan al mínimo los riesgos de conflictos de interés y, en situación de conflicto, dar prioridad a los intereses de sus clientes, sin privilegiar a ninguno de ellos.

c) Desarrollar una gestión ordenada y prudente, cuidando de los intereses de los clientes como si fuesen propios.

d) Disponer de los medios adecuados para realizar su actividad y tener establecidos los controles internos oportunos para garantizar una gestión prudente y prevenir los incumplimientos de los deberes y obligaciones que la normativa del Mercado de Valores les impone.

e) Asegurarse de que disponen de toda la información necesaria sobre sus clientes y mantenerlos siempre adecuadamente informados.

f) Garantizar la igualdad de trato entre los clientes, evitando primar a unos frente a otros a la hora de distribuir las recomendaciones e informes.

g) Abstenerse de tomar posiciones por cuenta propia en valores o instrumentos financieros sobre los que se esté realizando un análisis específico, desde que se conozcan sus conclusiones hasta que se divulgue la recomendación o informe elaborado al respecto.

h) Dejar constancia frente a los clientes de cualquier posible conflicto de intereses en relación con el asesoramiento o con el servicio de inversión que se preste.

Estos principios deberán ser respetados también por las entidades que realicen análisis de instrumentos financieros.

El artículo 80° establece que están prohibidas:

a) Realizar prácticas que tengan por objeto o produzcan el efecto de provocar una evolución artificial de las cotizaciones.

b) Multiplicar las transacciones de forma innecesaria y sin beneficio para el cliente.

c) Atribuirse a sí mismo uno o varios valores cuando tengan clientes que los hayan solicitado en idénticas o mejores condiciones.

d) Anteponer la venta de valores propios a los de sus clientes, cuando éstos hayan ordenado vender la misma clase de valor en idénticas o mejores condiciones.

Asimismo, el artículo 83° prohíbe las prácticas que falseen la libre formación de los

precios, tales como:

- Proporcionar indicios falsos o engañosos en cuanto a la oferta, la demanda o el precio de los instrumentos financieros;
- Emplear dispositivos ficticios o engaño o maquinación.
- Difusión de información a través de los medios de comunicación, que proporcione indicios falsos o engañosos de los instrumentos financieros.

Para la ley del mercado de valores de Chile, en sus artículos 52° y 53°, exige a las entidades inscritas en su registro informar los hechos esenciales y establece que están prohibidas:

- Transacciones para estabilizar artificialmente los precios
- Transacciones para fijar artificialmente los precios
- Transacciones para variar artificialmente los precios
- Transacciones ficticias

Por su parte el segundo párrafo del artículo 10° dispone que las entidades inscritas en el registro deberán divulgar todo hecho o información esencial respecto a la entidad o sus negocios, de manera:

- Veraz
- Suficiente
- Oportuna

Para el proyecto de Ley del Mercado de Valores de Colombia, en su artículo 54°, se señala que está prohibido y se considera como infracciones las siguientes actividades:

1. Ejercer actividades sin haber realizado la correspondiente inscripción en el registro, cuando dicha inscripción fuere requerida.

2. Afectar la libre formación de los precios, manipular la liquidez, aparentar ofertas o demandas, disminuir, aumentar, estabilizar o mantener artificialmente el precio, la oferta o la demanda

Los contratos de liquidez no se considerarán como infracción.

3. No llevar la contabilidad según las normas aplicables, o remitir a las autoridades información contable falsa, engañosa o inexacta.

4. Obstruir la vigilancia de la Superintendencia de Valores.

5. Utilizar información privilegiada y sujeta a reserva.

6. Conflictos de interés.

7. No divulgar en forma veraz, oportuna, completa o suficiente información que pudiere afectar las decisiones de los accionistas.

8. Admitir la negociación de un valor que no esté inscrito en el Registro Nacional de

Valores y Emisores.

9. Engañar o confundir sobre la legitimación para desarrollar cualquier actividad propia del mercado de valores.

10. Omitir informar a las autoridades, al mercado o a los inversionistas

11. Realizar una oferta pública o privada con violación de las normas aplicables.

12. Incumplir las normas sobre organización del mercado.

13. Violar las normas relacionadas con la separación patrimonial entre los activos propios y los de terceros o dar a los activos de terceros un uso diferente del permitido.

14. Divulgar informaciones falsas, engañosas, inexactas o incompletas sobre los valores depositados en los depósitos centralizados de valores.

15. Negarse a entregar, ocultar, alterar o destruir información o documentos necesarios para el ejercicio de las funciones de inspección, vigilancia o control de la Superintendencia de Valores.

16. Incumplir los deberes legales o contractuales de quienes administren carteras colectivas.

17. Acceder abusivamente o sin autorización a los sistemas de registro o de negociación de valores.

18. Autorizar actos en contra de lo dispuesto en las otras normas que regulen el mercado de valores.

19. No declarar un impedimento o una inhabilidad relacionada con el ejercicio de actividades en el mercado de valores.

20. Incumplir cualquier norma relacionada con la prevención y control de actividades delictivas a través del mercado de valores.

21. Incumplir las normas sobre designación de contralor normativo, defensor del cliente, miembros de la junta directiva independientes, miembros del comité de auditoría

22. Utilizar el nombre o las cuentas de terceros para el registro de operaciones en provecho de un intermediario, de sus funcionarios o de terceros.

23. Incumplir el régimen establecido por el Banco de la República en materia de mercado cambiario para las entidades vigiladas.

24. Infringir cualquiera de las normas que regulen el mercado de valores o los reglamentos aprobados por la Superintendencia de Valores.

Por su parte, la Ley del Mercado de Valores de México prohíbe:

- La difusión de información falsa
- La manipulación de mercado
- operaciones de simulación;
- Distorsionar el correcto funcionamiento del sistema de negociación o equipos de cómputo de las bolsas de valores;

- Intervenir en operaciones con conflicto de intereses, y
- Todo acto que contravenga los usos y sanas prácticas del mercado.

La Ley del Mercado de Valores de México, en su artículo quinto, señala que toda publicidad sobre valores ofrecidos al público debe ser previamente aprobada por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores y deberá hacer referencia al prospecto de colocación.

La información deberá ser:

- Clara
- Objetiva
- Veraz

El artículo 23° señala que está prohibida la difusión de información falsa.

Por su parte el artículo 24° señala que están prohibidas las siguientes prácticas:

- La manipulación de mercado, interferir en la libre interacción entre oferta y demanda, variar artificialmente el precio, para obtener un beneficio;
- Operaciones de simulación;
- El ordenar o intervenir en la celebración de operaciones con valores, en beneficio propio o de terceros, a sabiendas de la existencia de una o varias instrucciones giradas por otro u otros clientes del intermediario del mercado de valores de que se trate, sobre el mismo valor, anticipándose a la ejecución de las mismas;
- Distorsionar el correcto funcionamiento del sistema de negociación o equipos de cómputo de las bolsas de valores;
- Intervenir en operaciones con conflicto de intereses, y
- Todo acto que contravenga los usos y sanas prácticas del mercado.

## INFORMACIÓN FINANCIERA

La Resolución CONASEV N° 103-99-EF/94.10 modificado por la Resolución CONASEV N° 008-2001-EF/94.10 que aprueba y modifica respectivamente el Reglamento de Información Financiera, se dispone la presentación de la siguiente información:

- Estados financieros intermedios individuales e informe de gerencia
- Estados financieros intermedios consolidados
- Estados financieros anuales auditados individuales
- Estados financieros anuales auditados consolidados

## HECHOS DE IMPORTANCIA

Los hechos de importancia están vinculados a:

- El emisor
- El valor

Calificar un hecho vinculado al emisor o al valor como un “hecho de importancia” va a estar en función “al grado de influencia que pueda ejercer sobre un inversionista sensato para modificar su decisión de invertir o no en un valor”, de acuerdo a lo establecido por el artículo 28° de la Ley del Mercado de Valores.

Para salvar la subjetividad de las situaciones que podrían modificar las decisiones de inversión de un inversionista sensato, la Resolución CONASEV N° 107-2002-EF/94.10 Reglamento de Hechos de Importancia, Información Reservada y Otras Comunicaciones, amplía en su artículo cuarto la conceptualización de lo que se va a considerar un hecho de importancia, como sigue:

*“1.- Los actos, hechos, decisiones y acuerdos que puedan afectar a un emisor y sus negocios, así como a las empresas que conforman su grupo económico*

*2.- La información que afecte en forma directa o pueda afectar significativamente en la determinación del precio, la oferta o la negociación de los valores inscritos en el RPMV.*

*3.- En general, la información necesaria para que los inversionistas puedan formarse una opinión acerca del riesgo implícito de la empresa, su situación financiera y sus resultados de operación, así como de los valores emitidos”.*

Adicionalmente, se va a presentar un listado de hechos de importancia que incluye:

- i) Circunstancias relativas a la eficiencia económica del emisor y/o su grupo económico.
- ii) Circunstancias relativas a la política de inversión y financiación que conlleve importantes movimientos inmediatos o futuros de flujos de caja.
- iii) Circunstancias relativas a la estructura jurídica del emisor, la organización del negocio y sus órganos de administración o dirección.
- iv) Circunstancias respecto a operaciones con acciones de propia emisión.

Por su parte, la Ley del Mercado de Valores de España, en su artículo 82°, considera información relevante aquella que pueda afectar a un inversor adquirir o transmitir valores o instrumentos financieros, esta información debe ser comunicada inmediatamente al mercado a través de la comunicación a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, y deber realizarse de manera previa a su difusión por cualquier otro medio.

La información deberá ser:

- Veraz



- Clara
- Completa
- Cuantificada

Los emisores deben difundir esta información a través de internet.

Por su parte, la Ley del Mercado de Valores de Chile, en su artículo 62°, exige que toda modificación de los datos obrantes en el registro de la Superintendencia se comunique dentro de los tres días siguientes de ocurrido el hecho, respecto al nombramiento de presidentes, directores, gerentes, ejecutivos principales, administradores y liquidadores de las entidades sujetas a vigilancia. La información de dicho registros tendrá efectos judiciales y extrajudiciales frente a accionistas o terceros de buena fe.

Por su parte, la Ley del Mercado de Valores de México, en su artículo 16° bis, precisa que se va a entender como evento relevante todo hecho capaz de influir en los precios de los valores, que en caso de no ser revelados constituyen información privilegiada, la misma que no debe ser utilizada para efectuar operaciones por cuenta propia o de terceros.

## INFORMACIÓN RESERVADA

La Ley del Mercado de Valores, en su artículo 34°, permite que por acuerdo de las  $\frac{3}{4}$  de los miembros del Directorio se califique un hecho de importancia como “reservado”, en la medida que su publicación prematura pudiera originar perjuicio al emisor.

Adicionalmente, el Reglamento de Hechos de Importancia, Información Reservada y Otras Comunicaciones, añade como requisitos, a lo antes expuesto:

- Que el emisor justifique las circunstancias en que basa su acuerdo de reserva.
- Que se presente la lista de personas que conocen la información.
- Que se señale el plazo durante el cual se solicita la reserva.

Corresponde al Presidente del Directorio de CONASEV evaluar si procede la reserva solicitada.

De igual manera, la Ley del Mercado de Valores de Chile, artículo 10°, dispone que el acuerdo de las tres cuartas partes del directorio para calificar un hecho como reservado.

## INFORMACIÓN PRIVILEGIADA

La Ley del Mercado de Valores va a considerar información privilegiada la información

proveniente del emisor referida a:

- Al propio emisor.
- Sus negocios.
- A valores emitidos o garantizados.
- La información reservada.

Dicha información debe presentar las siguientes características:

- No debe haber sido comunicada al mercado
- Puede influir en los valores emitidos en:
  - Su liquidez
  - Su precio
  - Su cotización

Quienes posean información privilegiada afrontan las siguientes prohibiciones:

- Comunicar la información a terceras, antes que sea puesta en conocimiento del mercado.
- Recomendar operaciones teniendo como base la información privilegiada.
- Utilizar en beneficio propio o de terceros la información privilegiada.

Las ganancias obtenidas por el uso de la información privilegiada, en un período de 3 meses, deberán ser devueltas al emisor del valor.

Para la Ley del Mercado de Valores de España, de acuerdo a lo dispuesto en su artículo 81°, constituye información privilegiada aquella que no se haya hecho pública y que de haberse conocido hubiera influenciado la cotización del valor.

Quien disponga de información privilegiada debe abstenerse de:

- a) Realizar cualquier tipo de operación sobre los valores.
- b) Comunicar dicha información a terceros, salvo en el ejercicio normal de su trabajo, profesión o cargo.
- c) Recomendar a un tercero que adquiera valores basándose en dicha información.

El artículo 83° dispone el deber de quienes presten servicios de inversión o asesoría de tomar las medidas necesarias para impedir el flujo de información privilegiada, estando obligadas a:

Establecer áreas separadas de actividad dentro de la entidad o del grupo al que pertenezcan, especialmente las que desarrollen las actividades de gestión de cartera propia, gestión de cartera ajena y análisis.

- Establecer adecuadas barreras de información entre cada área separada.

- Definir un sistema de decisión sobre inversiones dentro de un área separada.
- Elaborar una lista de valores sobre los que se dispone de información privilegiada, personas y fechas que tienen acceso a información privilegiada.

De igual manera, las entidades que difundan informes o recomendaciones sobre emisores de valores deben dejar constancia de las vinculaciones relevantes, relaciones comerciales, y participación con la empresa emisora que se analiza.

El artículo 83° bis dispone que durante la negociación de operaciones que puedan influir en la cotización de valores, se debe:

a) Limitar el conocimiento de la información estrictamente a aquellas personas, internas o externas a la organización, a las que sea imprescindible.

b) Llevar, para cada operación, un registro documental en el que consten los nombres de las personas a que se refiere el apartado anterior y la fecha en que cada una de ellas ha conocido la información.

c) Advertir expresamente a las personas incluidas en el registro del carácter de la información y de su deber de confidencialidad y de la prohibición de su uso.

d) Establecer medidas de seguridad para la custodia, archivo, acceso, reproducción y distribución de la información.

e) Vigilar la evolución en el mercado de los valores por ellos emitidos y las noticias que los difusores profesionales de información económica y los medios de divulgación emitan y les pudieran afectar.

f) En el supuesto de que se produzca una evolución anormal de los volúmenes contratados o de los precios negociados y existan indicios racionales de que tal evolución se está produciendo como consecuencia de una difusión prematura, parcial o distorsionada de la operación, difundir de inmediato, un hecho relevante que informe, de forma clara y precisa, del estado en que se encuentra la operación en curso.

Asimismo, se deben adoptar medidas que impliquen uso de información privilegiada en el caso de operaciones sobre las propias acciones del emisor, o por parte de sus directivos.

Para la Ley del Mercado de Valores de Chile, artículo 164°, constituye información privilegiada aquella que no ha sido divulgada al mercado, y cuyo conocimiento puede influir en la cotización de los valores.

El artículo 165° señala que quien tenga acceso a información privilegiada debe guardar reserva al respecto y no utilizar en beneficio propio o de tercero.

La Ley del Mercado de Valores México, en su artículo 16° bis 1, considera que se presume que tienen acceso a información privilegiada los miembros del consejo de administración, directivos, gerentes, factores, auditores externos independientes, comisarios y secretarios de órganos colegiados de las sociedades con valores inscritos en el Registro Nacional de Valores; los accionistas que tengan el control del diez por ciento o más de las acciones representativas de su capital social, incluye a las sociedades integrantes del grupo empresarial al que pertenezca la emisora.

Las operaciones con valores de la sociedad emisora realizadas por miembros del consejo de administración y directivos deben ser informadas a la Comisión Nacional Bancaria y de Valores.

El artículo 16° Bis 3 señala que las sociedades que pertenezcan al mismo grupo empresarial de la emisora, así como las fiduciarias de fideicomisos que se constituyan con el fin de establecer planes de opción de compra de acciones para empleados y de los fondos de pensiones, jubilaciones o primas de antigüedad del personal de una emisora con valores inscritos en el Registro Nacional de Valores y cualquier otro fondo con fines semejantes, constituido directa o indirectamente por la emisora a que dichas personas pertenezcan, sólo podrán vender o comprar, directa o indirectamente, a la emisora con la cual se encuentren vinculados, las acciones propias que esta última ofrezca adquirir o colocar, según corresponda, mediante oferta pública.

El artículo 16 Bis 4 dispone que los funcionarios de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, podrán invertir en acciones inscritas en el Registro Nacional de Valores, siempre que lo hagan a través de sociedades de inversión o de fideicomisos constituidos para ese único fin en los que no tengan facultades de decisión.

## **GRUPO ECONÓMICO**

En la parte conceptual de la transparencia en la información, merece la pena destacar el Reglamento de Propiedad Indirecta, Vinculación y Grupo Económico aprobado mediante Resolución Conasev N° 722-97-EF/94.10 que señala en el segundo párrafo del artículo 7° que las personas jurídicas inscritas en el Registro Público del Mercado de Valores “*deben presentar, respecto de cada una de las personas jurídicas del grupo, la relación de los accionistas con más del cinco por ciento (5%) de participación, directores, Gerentes y Asesores, indicando, en relación a cada persona, su participación o cargo(...)*”, con lo cual se está levantando parcialmente el velo societario, lo cual es coherente con el principio de transparencia en el mercado, sin embargo, dicho requerimiento excluye a los que tienen menos del 5% y a las compañías que no se encuentran inscritas en el registro del mercado de valores. Como se puede apreciar este es un tema pendiente en la transparencia de las sociedades, y que presenta una gran resistencia al cambio.

El informar el accionariado de la compañía tiene su fundamento en el principio de la transparencia, el cual se convierte en la columna vertebral del accionar de los mecanismos centralizados de negociación, con lo cual el “velo societario”, se pierde en beneficio de los inversionistas, y de las propias compañías que con su transparencia buscan reducir el riesgo que representan para los inversionistas, y así aumentar valor para la compañía.

Producto de esta transparencia es posible identificar la composición accionaria de las diez empresas emisoras que colocaron bonos corporativos durante el año 2001: Compañía Universal Textil, Edelnor, Edegel, Luz del Sur, Telefónica del Perú, Unión de Cervecerías Peruanas Backus & Johnston, Consorcio Agua Azul, Consorcio

Transmantino, Ransa Comercial y Southern Perú Cooper Corporation:

**Compañía Universal Textil** se constituyó el 16 de marzo de 1989 y tiene como objeto social dedicarse a la manufactura de toda clase de hilados, tejidos y confecciones.

Sus principales accionistas, con más del 5% al 31/12/2001 eran:

<b>Nombre</b>	<b>Total Acciones</b>	<b>Participación %</b>	<b>Nacionalidad</b>	<b>Grupo Económico</b>
Ransa Comercial S.A.	14'286,209	17.9725	Peruana	Grupo Romero
Pacífico –Peruano Suiza Cía de Seg. Y Reaseg.	10'774,605	13.5548	Peruana	Grupo Credicorp
Cía de Jesús Provincia del Perú	8'654,963	10.8882	Peruana	- .-
Promoción y Desarrollo de Inversiones S.A.	4'473,286	5.6275	Peruana	Grupo Centenario
Agrupación de Finanzas Banelco S.A.	4'085,637	5.1398	Panameña	- . -

Fuente: Memoria anual de 2001 de Compañía Universal Textil

**Edelnor**, la Empresa de Distribución Electrica de Lima Norte S.A. se constituyó el 10 de marzo de 1994, tiene como objeto social la prestación del servicio de distribución, transmisión y generación de energía eléctrica.

Su capital a diciembre de 2001 ascendía a S/. 1,174,902,874.00 conformado por 1,174,902,874 acciones. Sus principales accionista mayores al 5% eran:

<b>Accionistas</b>	<b>Acciones</b>	<b>%</b>	<b>Origen</b>
Inversiones Distrilima S.A.	704'941,725	60.00	Perú
FONAFE	428'298,844	36.45	Perú

Fuente: Memoria anual 2001 de Edelnor.

Por su parte Inversiones Distrilima S.A. tenía la siguiente conformación accionaria:

**Reflexiones sobre la transparencia en la información en el mercado primario de bonos corporativos**

<b>Empresa</b>	<b>Lugar de Constitución</b>	<b>Grupo Económico</b>	<b>Participación Accionaria (%)</b>
Compañía Peruana de Electricidad S.A.	Perú	Endesa	25.00
Endesa Internaciona14.79I S.A.	España	Endesa	17.75
Enersis S.A.	Chile	Endesa	14.79
Enersis Internacional Limited	Islas Cayman	Endesa	14.21
Chilectra International Limited	Islas Cayman	Endesa	12.74
Inversiones Crédito del Perú S.A.	Perú	Credicorp	8.66
Inversiones de Seguros El Pacifico Peruano Suiza	Perú	Credicorp	2.90
Inversiones Centenario S.A.	Perú	Inversiones Centenario	2.30
Cosapi S.A.	Perú	Cosapi	1.14
Chilectra S.A.	Chile	Endesa	0.51

Fuente: Memoria anual 2001 Edelnor

FONAFE es el Fondo Nacional de Financiamiento de la Actividad Empresarial del Estado adscrita al Ministerio de Economía y Finanzas.

**Edegel**, la Empresa de Generación Eléctrica de Lima S.A. se constituyó en Enero de 1994 y tiene como objeto social la generación de energía eléctrica.

A diciembre de 2001 sus accionistas eran:

<b>Accionista</b>	<b>Acciones</b>	<b>%</b>	<b>Nacionalidad</b>
Generandes Perú S.A.	1 414 557 369	63.5562	Peruana
AFP Integra	169 920 042	7.6300	Peruana
AFP Nueva Vida	145 862 298	6.5536	Peruana
AFP Horizonte	121 970 315	5 4801	Peruana
The Peru Privatisation and development Fund Limited	111 259 279	4 9989	Gran Cayman
AFP Profuturo	77 416 092	3.4783	Peruana
IGM Electricidad S.A.	50 054 668	2.2490	Peruana
BCOL	17 070 036	0.7670	Bahamas
Banco de Crédito del Perú	8 222 015	0.3694	Peruana
Otros accionistas	109 448 726	4.9176	Varios
Total General	2 225 680 840	100.00	

Fuente: Memorial anual 2001 Edelnor

Por su parte, la composición accionaria de Generandes Perú era la siguiente:

<b>Accionista</b>	<b>% Participación</b>
Compañía Eléctrica Cono Sur S.A.	59.63
Energy Power Perú S.A.	38.13
Wiese Bank International	2.24
Total	100.00

Fuente: Memoria anual 2001 Edegel

**Luz del Sur** se creó en agosto de 1996, tiene por objeto social dedicarse a la distribución de energía eléctrica.

A diciembre de 2001 sus principales accionistas eran:

<b>Accionistas</b>	<b>Acciones</b>	<b>Porcentaje de Participación</b>	<b>Origen</b>
Ontario Quinta A.V.V.	297,796,530	61.16	Extranjero
Peruvian Opportunity Company S.A.C.	111,480,376	22.89	Nacional
AFP Horizonte	19,995,645	4.10	Nacional
Energy Business International A.V.V.	18,639,448	3.83	Extranjero
AFP Profuturo	2,163,591	0.44	Nacional
AFP Integra	1,152,334	0.24	Nacional
Barclays Global Investors, N.A.	522,830	0.11	Extranjero
Axa Consorcio Inmobiliario S.R.L.	338,128	0.07	Nacional
Abu Dhabi Investment Authority	225,504	0.05	Extranjero
Santander Investment Securities Inc.	204,449	0.04	Extranjeros
Diversos	34,472,536	7.07	Extranjero y nacional
Total	486,951,371	100.00	

Fuente: Memoria anual 2001

**Telefónica del Perú** se constituyó en junio de 1920, tiene como objeto social prestar servicios de telecomunicaciones.

Sus principales accionistas al 31/12/2001 eran:

<b>Accionistas</b>	<b>Porcentaje de Participación</b>
Telefónica Internacional S.A.	49.53%
Telefónica Perú Holding S.A.C.	47.53%

Fuente: Memoria anual 2001

**Unión de Cervecerías Peruanas Backus & Johnston S.A.A.** se constituyó en diciembre de 1996, tiene por objeto social la elaboración, envasado, venta, distribución de bebidas malteadas y maltas, bebidas no alcohólicas y aguas gaseosas.

La memoria anual 2001 no precisó quiénes eran sus principales accionistas.

**Consortio Agua Azul S.A.** se constituyó en marzo de 2000, tiene como objeto social la explotación del sistema de aprovechamiento óptimo de las aguas superficiales y subterráneas del río Chillón, para el tratamiento y entrega a Sedapal.

Sus accionistas a diciembre de 2001 eran:

<b>Accionistas</b>	<b>País</b>	<b>Participación</b>
ACE S.p.A.	Italia	45%
IMPREGILO S.p.A.	Italia	45%
COSAPI S.A.	Perú	10%

Fuente: Memoria Consortio Agua Azul 2001

**Consortio Transmantaro** se constituyó en octubre de 2000, tiene por objeto social administrar el sistema eléctrica Mantaro – Socabaya, siendo sus accionistas:

<b>Accionistas</b>	<b>Participación</b>
HQI	56.66%
FSTQ	28.34%
Etecén	15.0%

Fuente: Memorial anual 2001.

**Ransa Comercial S.A.** se constituyó en marzo de 1939, tiene por objeto social prestar servicios de almacenaje, sus principales accionistas a diciembre de 2001 eran:

<b>Accionistas</b>	<b>Nacionalidad</b>	<b>Porcentaje</b>
María del Carmen Onrubia de Beek	Peruana	18.691%
José Antonio Onrubia Romero	Español	18.691%
Agencias Ransa S.A.	Perú	12.7756%
Maray S.A.	Perú	12.4606%
Calixto Romero Seminario	Peruano	12.4606%
Dionisio Romero Seminario	Peruano	12.4606%
Jaime Helguero Checa	Peruano	6.230%
Rosalina Helguero Romero	Peruana	6.230%

Fuente: Memoria anual 2001.

**Southern Perú Cooper Corporation** estableció su sucursal en Perú en noviembre de 1954, tiene por objeto social dedicarse a actividades mineras.



Sus accionistas a diciembre de 2001 eran:

<b>Accionistas</b>	<b>Acciones</b>	<b>Participación</b>
Southern Perú Holding Corporation (*)	43 348 949	63.1%
Cero Trading Company Inc.(*)	11 378 088	16.6%
Phelps Dodge Overseas Capital Corporation (*)	11 173 796	16.3%
Acciones comunes	14 103 157	4.0%
<b>Total</b>	<b>80 003 990</b>	<b>100.0%</b>

Fuente: Memoria anual 2001

(\*) La compañía señala que corresponden a acciones Clase A que tienen derecho a 3 votos por acción, en función de lo cual se ha calculado el porcentaje de participación.

Para la Ley del Mercado de Valores de Chile, artículo 96°, el concepto de grupo económico recibe el nombre de grupo empresarial que es aquel que represente vínculos de propiedad, administración o responsabilidad crediticia, y presenta la siguiente definición "Grupo empresarial es el conjunto de entidades que presentan vínculos de tal naturaleza en su propiedad, administración o responsabilidad crediticia, que hacen presumir que la actuación económica y financiera de sus integrantes está guiada por los intereses comunes del grupo o subordinada a éstos, o que existen riesgos financieros comunes en los créditos que se les otorgan o en la adquisición de valores que emiten".

Precisa dicho artículo que forman parte de un mismo grupo empresarial:

- a) Una sociedad y su controlador;
- b) Todas las sociedades que tienen un controlador común, y éste último, y
- c) Toda entidad que determine la Superintendencia considerando la concurrencia de una o más de las siguientes circunstancias:

1) Que un porcentaje significativo del activo de la sociedad está comprometido en el grupo empresarial, ya sea en la forma de inversión en valores, derechos en sociedades, acreencias o garantías;

2) Que la sociedad tiene un significativo nivel de endeudamiento y que el grupo empresarial tiene importante participación como acreedor o garante de dicha deuda;

3) Que la sociedad sea miembro de un controlador de algunas de las entidades mencionadas en las letras a) o b), cuando este controlador corresponda a un grupo de personas y existan razones fundadas en lo dispuesto en el inciso primero para incluirla en el grupo empresarial, y

4) Que la sociedad sea controlada por uno o más miembros del controlador de alguna de las entidades del grupo empresarial, si dicho controlador está compuesto por más de una persona, y existan razones fundadas en lo dispuesto en el inciso primero para incluirla en el grupo empresarial.

El artículo 97° señala que es controlador de una sociedad quien participe en su propiedad, directa o indirectamente, y tiene poder para:

- asegurar la mayoría de votos en las juntas de accionistas
- elegir a la mayoría de los directores
- Influir decisivamente en la administración de la sociedad.

El artículo 98° define el acuerdo de actuación conjunta de la siguiente manera: “Acuerdo de actuación conjunta es la convención entre dos o más personas que participan simultáneamente en la propiedad de una sociedad, directamente o a través de otras personas naturales o jurídicas controladas, mediante la cual se comprometen a participar con idéntico interés en la gestión de la sociedad u obtener el control de la misma”.

Se presume tal acuerdo:

- entre representantes y representados,
- entre una persona y su cónyuge o sus parientes hasta el segundo grado de consanguinidad o afinidad,
- entre entidades pertenecientes a un mismo grupo empresarial, y
- entre una sociedad y su controlador o cada uno de sus miembros.

Corresponde a la Superintendencia podrá calificar si entre dos o más personas existe acuerdo de actuación conjunta. Se presumirá un acuerdo de actuación conjunta si participan personas jurídicas extranjeras respecto de las cuales no se tiene información suficiente.

Por su parte el artículo 99° define la “influencia” de una persona sobre otra de la siguiente manera: “Se entenderá que influye decisivamente en la administración o en la gestión de una sociedad toda persona, o grupo de personas con acuerdo de actuación conjunta, que, directamente o a través de otras personas naturales o jurídicas, controla al menos un 25% del capital con derecho a voto de la sociedad, o del capital de ella si no se tratare de una sociedad por acciones”.

El artículo 100° considera a las entidades “relacionadas” en los siguientes supuestos:

- a) Forman parte del grupo empresarial;
- b) A la matriz, coligante, filial o coligada,
- c) A los directores, gerentes, administradores o liquidadores de la sociedad, y sus cónyuges o sus parientes hasta el segundo grado de consanguinidad o afinidad, y
- d) Si puede designar al menos un miembro de la administración de la sociedad o controle un 10% o más del capital o del capital.

## **El Proyecto de Ley de Acción Derivada**

De acuerdo a lo que aparece en la página web de la Conasev, la Acción Derivada es promovida por el administrador del emisor o el accionista, en nombre del emisor, contra

cualquier director, gerente, representante, accionista u otro, por los daños ocasionados como consecuencia del incumplimiento del deber de lealtad a la Sociedad o en el ejercicio abusivo de una libertad o un derecho.

No obstante, para poder accionar se debe contar con al menos valores que representen el 5% del total de la clase, con lo cual el derecho queda desprotegido en consideración a que los accionistas minoritarios en compañías que cotizan en bolsa tienen menos del 4% del capital social.

De las 10 compañías que emitieron bonos durante el año 2001, sólo cinco de ellas presentaban accionistas minoritarios (diversos): Edelnor 3,55%, Edegel 4,91%, Luz del Sur 7,07%, TdP 2,94% y Southern 4,00%; de las cuales únicamente Luz del Sur presentaba accionistas minoritarios mayores al 5%.



## CONCLUSIONES

1. El valor de un instrumento financiero va a estar dado por los flujos futuros que genere, traídos a valor presente mediante una tasa de descuento, la cual va a verse afectada por el nivel de información de la cual se disponga. En tal sentido, a mayor información menor riesgo, con lo cual la transparencia crea valor para los instrumentos financieros.

2. La tasa de interés representa el costo del dinero. Representa también la tasa de descuento que se aplica para traer al presente los flujos futuros de un instrumento financiero, y es allí donde radica su importancia.

3. Existe una relación entre las tasas de interés y los tipos de cambio, en la medida en que los inversionistas evalúan sus inversiones en diferentes tipos de unidades monetarias.

4. La tasa de interés nominal incorpora la inflación, cuyo control en consecuencia es de vital importancia. En el Perú, por primera vez en la Constitución de 1979, se incorporó al Banco Central de Reserva a un nivel constitucional, y se le encargó el control de la estabilidad monetaria, deber que llegó a un máximo de incumplimiento en 1990 cuando se alcanzó el lamentable record de 7.649% (siete mil seis cientos cuarenta y nueve) anual de inflación.

5. Las crisis financieras del sudeste asiático de 1997, rusa de 1998, del Brasil de 1999, y los escándalos corporativos de los años 2001 y 2002 de Enron, Worldcom y Tyco motivaron un aumento en la preocupación de implementar prácticas de buen gobierno corporativo para dotar de transparencia a las compañías que cotizan en bolsa.

6. Es dentro de este marco global que se analizan las 18 emisiones de bonos corporativos colocados durante el año 2001, de las cuales existen 12 emisiones, seis en soles y seis en dólares, que se encuentran vigentes, y seis que vencieron el año 2003. Para su valorización se utilizó la TIPMEX y la TIPMN; los resultados evidenciaron beneficios para las emisiones en soles como en dólares, con excepción de tres emisiones en dólares.

7. Las emisiones fueron posibles al existir una demanda insatisfecha por parte de los inversionistas institucionales, principalmente las AFP's, de acuerdo a sus límites de inversión.

8. Durante el año 2002 se colocaron 19 emisiones de bonos corporativos de empresas no financieras; durante el año 2003 se colocaron 37 emisiones, y durante el año 2004 se colocaron 26 emisiones. Revisada una muestra de seis emisiones por cada uno de los años antes referidos, tres en dólares y tres en soles, se identificó que las mismas presentaron beneficios para los inversionistas, con excepción de una emisión en dólares durante el año 2004.

9. El mercado financiero, dentro del cual se encuentra el mercado primario de bonos corporativos, es el encuentro de ofertantes y demandantes de instrumentos financieros, los cuales tienen como característica que permiten la transferencia de fondos, la redistribución del riesgo, determinan el precio y rendimiento, proporcionan liquidez y reducen los costos de búsqueda y de información.

10. La teoría del mercado eficiente hace referencia precisamente a la cantidad y calidad de información que es suministrada al mercado por parte de los emisores de valores.

11. Un activo o instrumento financiero representa un derecho sobre un activo real o sobre el patrimonio o sobre los flujos que genere, y tienen como características la madurez, liquidez, riesgo, rendimiento, retribución, divisibilidad y tributabilidad .

12. La constitucionalización del Derecho del Mercado ha sido un largo camino histórico, que se encuentra en una etapa de consolidación en lo que corresponde al mercado de bienes, y aún ausente del texto constitucional en lo que corresponde al mercado de capitales.

13. Un bono es un activo financiero y al momento de su emisión debe ser mayor a un año. En la medida en que el mercado financiero se va sofisticando encontramos bonos corporativos, subordinados, de arrendamiento financiero, cupón cero, convertibles en acciones, estructurados, entre otros.

14. Existe una falta de unificación en lo que corresponde a la regulación de la emisión primaria de bonos corporativos. En tal sentido, tenemos dispersa su regulación en la Ley de Títulos Valores, la Ley General de Sociedades y la Ley del Mercado de Valores. Siendo conveniente unificar el tema de la emisión de obligaciones incorporando los alcances de la Ley General de Sociedades y de la Ley de Títulos Valores en la Ley del Mercado de Valores.

15. Existe una falta de protección del derecho de información de los accionistas minoritarios al exigir para las sociedades anónimas abiertas que la "solicitud de

---

información” sea realizada por al menos un 5% del capital pagado, cuando en muchos casos los minoritarios no alcanzan tal porcentaje. En tal sentido resulta conveniente establecer un mecanismo administrativo ante el regulador que evalúe la procedencia de la solicitud de información por parte del accionista minoritario en caso de una negativa para proporcionársela por parte de la compañía, no vinculando dicho derecho a la información a ningún porcentaje para ejercerlo. Resulta apropiado resaltar el ejemplo de la legislación española que exige difundir la información relevante a los inversionistas a través de una página web.

16. La protección de los adquirentes de bonos se ve limitada al permitir en la ley general de sociedades un patrimonio negativo al momento de la emisión, situación que torna sumamente riesgoso al instrumento financiero, y en la práctica inviable, al no ser elegible para las AFPs. Cabe destacar que el nivel de riesgo que implicaría una emisión de obligaciones por parte de una compañía con un capital negativo exigiría una tasa de interés muy elevada, así como implicaría una clasificación de riesgo no de primer nivel, con lo cual difícilmente sería suscrita por los inversionistas institucionales en nuestro mercado local.

17. Los conflictos de interés es un tema central de la transparencia y del Gobierno Corporativo. En tal sentido, vale la pena resaltar las figuras del contralor normativo y del defensor del cliente del proyecto de la ley del mercado de valores de Colombia (Anexo A).

18. Una figura digna de mención es la del director independiente para la transparencia en las administraciones de las sociedades, que en el caso del Perú no es de cumplimiento obligatorio.

19. Otra figura que merece una referencia especial es el Comité de Auditoría, que debe estar conformado por directores independientes para proteger la transparencia de las operaciones, figura que se encuentra regulada en la Ley Sarbanes Oxley de EEUU y que también se encuentra en el proyecto de Ley del Mercado de Valores de Colombia.

20. El Código de Gobierno para las sociedades peruanas del 2002 al no ser de cumplimiento obligatorio no es más que un conjunto de buenos deseos, que evidencian la falta de carácter del legislador para tornar en obligatorias sus recomendaciones. No obstante, sí se exige a las compañías que reporten en sus memorias el grado de cumplimiento de las recomendaciones de las prácticas de Buen Gobierno. Cabe destacar que las prácticas de Buen Gobierno Corporativo deberían ser obligatorias tanto para las compañías cotizadas como para las que no cotizan en un mecanismo centralizado de negociación.

21. Otra debilidad en la transparencia de la ley del mercado de valores es la falta de prohibición de la vinculación entre las empresas estructuradoras y los representantes de los obligacionistas, existiendo sí la prohibición de la vinculación entre el emisor y el representante de los obligacionistas.

22. El proyecto de “acción de clase” de la Conasev presenta una debilidad estructural al exigir que al menos 50 personas conformen la clase. En efecto, en la medida en que existe un limitado número de inversionistas institucionales que pueden adquirir los instrumentos financieros, es sumamente difícil, sino imposible, que éstos puedan alcanzar el número de 50 exigido por la ley.

23. Merece la pena resaltar, para fomentar la transparencia, las limitaciones que la Ley Sarbanes Oxley ha impuesto a las firmas auditoras, las que deben rotar a los socios encargados de las auditorías de una compañía, así como la prohibición de aceptar trabajar en la compañía auditada, lo que no está prohibido por la legislación del Perú.

24. La transparencia en el mercado de valores en el caso del Perú está encargado a la Conasev, cuya finalidad es promover el mercado de valores, velar por el adecuado manejo de las empresas y normar la contabilidad, resultando ilustrativo compararla con el proyecto de Ley del Mercado de Valores de Colombia que resalta como objetivos proteger los derechos de los inversionistas, promover el desarrollo y la eficiencia del mercado, prevenir y manejar el riesgo sistémico del mercado de valores y preservar la transparencia y confianza del público en el mercado.

25. A diferencia de la Ley del Mercado de Valores de España, la Ley del Mercado de Valores del Perú no exige la implementación de códigos de conducta para los administradores de sociedades.

26. La teoría del levantamiento del velo societario empieza a perder vigencia a medida que la legislación exige a los participantes de los mercados financieros una mayor transparencia en la información de sus actividades así como de sus organizaciones, grupos económicos, accionistas, ejecutivos, y prácticas en el mercado.

27. La regulación sobre los accionistas que controlan una compañía, y la que corresponde a los accionistas que no la controlan, debe ser diferente con el objetivo de proteger a los accionistas carentes de control.

28. El proyecto de "acción derivada" de la Conasev resultará inaplicable en el supuesto en el que se mantenga la exigencia de exige un 5% del total de la clase, para su ejercicio, habida cuenta que en muchos casos los minoritarios no alcanzan dicho porcentaje.

29. La transparencia en las corporaciones y en los valores que emiten se convierte en el gran norte ideológico que busca impregnarse en el derecho mercantil, primero en las sociedades cotizadas, y de seguro en el futuro en todas las sociedades.



## RECOMENDACIONES

1. Conasev debe llevar un registro público tanto de las compañías que cotizan en Bolsa como aquellas que no.
2. Todas las sociedades, cotizadas o no, deben presentar la conformación de su Grupo Económico, así como sus estados financieros, memoria y hechos de importancia.
3. Se debe exigir que las sociedades de auditoría que no puedan auditar a una compañía más de dos años consecutivos, ni prestar servicios de consultoría u otros mientras presten los servicios de auditoría a la misma compañía.
4. Se debe exigir que las clasificadoras de riesgo no realicen la clasificación de un mismo valor por más de dos años consecutivos.
5. Debe prohibirse la vinculación entre los estructuradores y los representantes de los obligacionistas.
6. A efectos de poder levantar capital, de los mecanismos centralizados de negociación, se debe exigir a las compañías que oferten al menos el 20% de sus acciones en el mecanismo centralizado de negociación.
7. De conformidad con el numeral anterior, se debe exigir la presencia de directores independientes en las compañías que levanten capital de los mecanismos centralizados de negociación, así como de comisiones de auditoría en el directorio integrada por directores independientes.
8. Debe facultarse a Conasev para que sancione a las compañías que no cumplan

con proporcionar información a los accionistas minoritarios, pudiendo inclusive llegar a postergar la junta de accionistas en tanto dicho incumplimiento se mantenga.

9. Debe prohibirse la emisión de obligaciones si el emisor tiene un patrimonio negativo.

10. Debe incorporarse la figura del administrador extraordinario para el caso de emisiones de bonos que sean utilizados para el financiamiento de proyectos cuya utilización de recursos debe realizarse de en un plazo mayor a un año.

---

## BIBLIOGRAFÍA

- ALPA Guido, BIANCA Massimo, CORSARO Luigi, FERNÁNDEZ CRUZ Gastón, FRANZONI Massimo, MONATERI Pier Giuseppe, SALVI Cesar, SCHLESINGER Piero. "Estudios sobre la Responsabilidad Civil", editorial ARA Editores, primera edición, Lima, 2001, pp.398.
- ALBALADEJO, Manuel. "Compendio de Derecho Civil", décima edición, José María Bosch editor, Barcelona, 1997, pp. 671.
- ARBELAEZ, Joaquín y MEJÍA, Jaime. "Fundamentos de Derecho Comercial y Tributario", segunda edición, editorial McGraw Hill, 1988, Colombia, 234 pp.
- BEAUMONT CALLIRGOS, Ricardo. "Títulos Especiales y Emisión de Obligaciones" en "Nuevo Derecho Societario I Seminario Nacional sobre la Ley General de Sociedades", Universidad de Lima – Fondo de Desarrollo Editorial, 1998, Lima, primera edición, 165 pp.
- ..... "Comentarios a la Ley General de Sociedades", Gaceta Jurídica S.A., tercera edición, Lima, 2002, 894 pp.
- ..... "Comentarios a la Ley de Títulos Valores", Gaceta Jurídica S.A., segunda edición, 2002, Lima, 926 pp.
- BEAUMONT CALLIRGOS Ricardo, PALMA NAVEA José. "Comentarios a la Nueva Ley General del Sistema Concursal", Gaceta Jurídica S.A., primera edición, Lima, 2002, 734 pp.

- BETTI, Emilio. "Teoría General de las Obligaciones", tomo I, Editorial Revista de Derecho Privado, Madrid, 1969, pp. 387.
- BETTI Emilio, GALEANO Francesco, SCOGNAMIGLIO Renato, BATISTA FERRI Giovanni. "Teoría General del Negocio Jurídico", editorial ARA Editores, primera edición, Lima, 2001, pp. 279.
- BREALEY Richard, Myers Stewart. "Principios de Finanzas Corporativas", cuarta edición, editorial McGraw-Hill, 1993, pp. 1203.
- BULLARD GONZÁLEZ, Alfredo. "Derecho y Economía", editorial Palestra, primera edición, Lima, 2003, pp. 837.
- BULLARD GONZÁLEZ Alfredo, FERNÁNDEZ CRUZ Gastón. "Derecho Civil Patrimonial", Pontificia Universidad Católica del Perú, Fondo Editorial, primera edición, Lima, 1997, pp. 392.
- CALVO MARROQUÍN, Octavio y PUENTE Y FLORES, Arturo. "Derecho Mercantil", editorial Banca y Comercio, México, cuadragésima edición, 1999, 409 pp.
- CARRUITERO LECCA, Francisco. "Manual de Derechos Humanos", Librería y Ediciones Jurídicas, primera impresión, Lima, pp. 368.
- DE LAVALLE VARGAS, Hernando. "La Emisión de Obligaciones por las Sociedades Anónimas", Empresa Gráfica T. Scheuch S.A., 1953, Lima, 138 pp.
- DIEZ DE CASTRO Luis, MASCAREÑAS Juan. "Ingeniería Financiera. La gestión en los mercados financieros internacionales", segunda edición, editorial McGraw-Hill, 1997, pp. 467.
- DIEZ PICAZO, Luis y GULLON, Antonio. "Sistema de Derecho Civil", editorial Tecnos, Madrid, quinta edición, pp. 575.
- DOBSON Juan M. "El Abuso de la Personalidad Jurídica", ediciones De Palma, Buenos Aires, 1985, 661 pp.
- ELÍAS LAROZA, Enrique. "Derecho Societario Peruano", tomo I, Editora Normas Legales S.A., Lima 1999, primera edición, 408 pp.
- ESTEBAN VELASCO, Gaudencio. "El Poder de Decisión en las Sociedades Anónimas", Editorial Civitas S.A., Fundación Universidad – Empresa, primera edición, 1982, Madrid, 672 pp.
- ETCHEVERRY, Raúl anibal. "Derecho Comercial y Económico", editorial Astrea, Buenos Aires, 1988, 342 pp.
- FABOZZI Frank J., MODIGLIANI Franco, FERRI Michael G. "Mercados e Instituciones Financieras", primera edición, editorial Prentice may, 1996, pp. 697.
- FERNANDEZ DE LA GÁNDARA Luis, ALONSO UREBA Alberto, ESTEBAN VELASCO Gaudencio, SACRISTAN REPRESA Marcos, VELASCO SAN PEDRO Luis, SANZ PARAISO, Luis Fernando, RODRIGUEZ ARTÍGAS, Fernando, ALCALÁ DÍAZ María Ángeles, JUSTE MENCIA Javier, QUIJANO GONAZLEZ Jesús, EMBID IRUJO José Miguel, ALONSO LEDESMA Carmen, RONCERO SÁNCHEZ Antonio. "El Gobierno de las Sociedades Cotizadas". Marcial Pons, Ediciones Jurídicas y Sociales S.A., Madrid, 1999, Barcelona, 995 pp.
- FLINT BLANCK, Pinkas. "Tratado de Defensa de la Libre Competencia", Pontificia Universidad Católica del Perú, Fondo Editorial 2002, pp. 1485.

- GARRIGUES, Joaquín. "Curso de Derecho Mercantil", editorial Porrúa S.A., México, segunda reimpresión, 1979, 969 pp.
- GITMAN Lawrnce. "Administración Financiera Básica", editorial Harla S.A., 1990.
- HIRSHLEIFER Jack, GLAZER Amihai. "Microeconomía, Teoría y aplicaciones", quinta edición, editorial Prentice may, 1992, pp. 610.
- HUNDSKOPF EXEBIO, Oswaldo. "Derecho Comercial Tomo III", Fondo de Desarrollo Editorial de la Universidad de Lima, primera edición, Lima, 2000, pp. 282.
- ..... "Derecho Comercial Tomo IV", Fondo de Desarrollo Editorial de la Universidad de Lima, primera edición, Lima, 2003, pp. 319.
- HUNDSKOPF EXEBIO Oswaldo, MONTOYA ALBERTI Hernando, BEAUMONT CALLIRGOS Ricardo, LIND PETROVIC Norbert, SALAS SANCHEZ Julio, GUTIERREZ CAMACHO Walter, RUPERT YAÑEZ Emil. "Tratado de Derecho Mercantil", tomo I, Gaceta Jurídica, primera edición, agosto 2003, Lima, 1421 pp.
- LEROY MILLER Roger, PULSINELLI Robert. « Moneda y Banca », segunda edición, editorial McGraw-Hill, 1997, pp. 647.
- LEVI Maurice. "Finanzas Internacionales", tercera edición McGraw-Hill, 1997, pp.707.
- MARTINEZ ABASCAL, Eduardo. "Futuros y Opciones en la Gestión de Carteras", primera edición en español, editorial McGraw-Hill, 1993, pp. 356.
- MACEDO LÓPEZ, Oscar. "Lecciones de Derecho Comercial", Universidad Inca Gracilazo de la Vega Fondo Editorial, primera edición, 2001, Lima, 367 pp.
- MASCHERONI, Fernando Horacio. "Derecho Societario", Ediciones Jurídicas, 1987, Lima 191 pp.
- MEZA MAURICIO, Gonzalo. "El Negocio Jurídico". Editorial Alegre, Lima, 2003, pp. 562.
- MONTOYA MANFREDI, Ulises. "Derecho Comerical Tomo I", editorial Grijley, Lima, novena edición, 1998, pp. 809.
- MORALES HERVIAS, Romulo. "Estudios sobre Teoría General del Negocio Jurídico", editorial ARA Editores, primera edición, Lima, 2002, pp. 318.
- PARODI TRECE, Carlos. "Globalización y crisis financieras internacionales", primera edición diciembre 2001, septiembre 2003, Universidad del Pacífico, Centro de Investigación, pp. 506.
- NORIEGA NAIRN Fernando, RODRÍGUEZ GALVEZ Jorge. "La Protección Legal a la Inversión Bursátil", Universidad de San Martín de Porres, Facultad de Ciencias Económicas, primera edición, 1999, Lima, 382 pp.
- OSTERLING PARODI, Felipe. "Las Obligaciones, vol. VI", Pontificia Universidad Católica del Perú, Fondo Editorial 2001, tercera edición, Lima, 2001, 231 pp.
- OSTERLING PARODI, Felipe y CASTILLO FREYRE, Mario. "Tratado de las Obligaciones, vol. XVI, tercera parte, tomo VIII", Pontificia Universidad Católica del Perú, Fondo Editorial 2003, segunda edición, primera reimpresión, Lima, 2003, 541 pp.
- ..... "Tratado de las Obligaciones, vol. XVI, segunda parte, tomo V", Pontificia Universidad Católica del

- Perú, Fondo Editorial 1996, primera edición, Lima, 1996, 515 pp.
- ..... “Tratado de las Obligaciones, vol. XVI, segunda parte, tomo VI”, Pontificia Universidad Católica del Perú, Fondo Editorial 1996, primera edición, Lima, 1996, 616 pp.
- ..... “Tratado de las Obligaciones, vol. XVI, segunda parte, tomo VII”, Pontificia Universidad Católica del Perú, Fondo Editorial 1996, primera edición, Lima, 1996, 521 pp.
- POSNER Richard. “El Análisis Económico del Derecho”, editorial Fondo de Cultura Económica, primera reimpresión, México, 2000, pp. 682.
- RAMÍREZ, Jorge. “Títulos Valores” en “Guía Legal de Negocios Invirtiendo en el Perú”, Beatriz Boza editora, tercera edición corregida y aumentada, PromPerú, 810 pp.
- RODRIGUEZ RODRIGUEZ, Joaquín. “Curso de Derecho Mercantil”, tomo I, décimo quinta edición, editorial Perrúa S.A., México, 1980, 449 pp.
- ..... “Curso de Derecho Mercantil”, tomo II, décimo quinta edición, editorial Perrúa S.A., México, 1980, 468 pp.
- RUIZ RODRIGUEZ Luis, REYNA ALFARO Luis, TERRADILLOS BASOCO Juan, PORTOCARRERO ZAMORA Juan. “La Regulación Penal del Mercado de Valores”, editorial Librería Portocarrero, primera edición, Lima, 2001, pp. 258.
- SACHS Jeffrey, LARRAIN Felipe. “Macroeconomía en la Economía Global”, editorial Prentice May, 1994, pp. 789.
- SÁNCHEZ CALERO, Fernando. “Instituciones de Derecho Mercantil”, novena edición, editorial revista de Derecho Privado, editoriales de Derecho reunidas, 1982, Valladolid, 622 pp.
- SAPAG CHAIN Nassir, SAPAG CHAIN Reinaldo. “Preparación y Evaluación de Proyectos”, tercera edición, editorial McGraw-Hill, 1997, pp. 404.
- SERRA PUENTE – ARNAO, Gerardo. “El Mercado de Valores en el Perú”, editorial Cultural Cuzco, segunda edición, 2002, pp. 715.
- SOTOMAYOR VÉRTIZ, Abdías. “Normas Antideumping y Antitrust en los Procesos de Integración”, Pontificia Universidad Católica del Perú, Instituto de Estudios Internacionales, Fondo Editorial, primera edición, Lima, 2003, pp. 373.
- TABOADA CÓRDOVA, Lizardo. “Acto Jurídico, Negocio Jurídico y Contrato”, primera edición, editorial Grijley, 2002, pp. 462.
- ..... “Elementos de la Responsabilidad Civil”, segunda edición, editorial Grijley, 2003, pp. 226.
- ..... “Nulidad del Acto Jurídico”, segunda edición, editorial Grijley, 2002, pp. 186.
- DE TRAZEGNIES GRANDA, Fernando. “La Responsabilidad Extracontractual, vol. IV, tomo I”, Pontificia Universidad Católica del Perú, Fondo Editorial 2003, séptima edición, primera reimpresión, Lima, 2003, 587 pp.
- ..... “La Responsabilidad Extracontractual, vol. IV, tomo II”, Pontificia Universidad Católica del Perú, Fondo Editorial 2003, séptima edición, primera reimpresión, Lima, 2003, 659 pp.

- TORRES VÁSQUEZ, Anibal. "Acto Jurídico", editorial IDEMSA, primera impresión, Lima, 2001, pp. 731.
- TORRES VEGA, José Luis. "Emisión de Obligaciones en el Régimen Legal del Perú", Fundación M.J. Bustamante De La Fuente, Lima, 2002, Cultural Cuzco S.A., 289 pp.
- TOLA NOSIGLIA, José. "El Mercado de Valores y la Bolsa en el Perú", Lima 1994, primera edición, Mass Comunicación S.R.L., 589 pp.
- UGARTE DEL PINO, Vicente. "Historia de las Constituciones del Perú", Lima, 1978, primera edición, Editorial Andina S.A., 641 pp.
- URÍA Rodrigo, MENÉNDEZ Aurelio, ALONSO SOTO Ricardo, IGLESIAS PRADA Juan L., ARROYO Ignacio, PAZ-ÁRES Cándido, BELTRÁN Emilio, PÉREZ DE LA CRUZ Antonio, CORTÉS Luis J., ROJO Ángel, GARCÍA DE ENTERRÍA Javier, VÉRGEZ Mercedes. "Curso de Derecho Mercantil", Madrid, 1999, primera edición, Civitas Ediciones, S.L., 1395 pp.
- VAN HORNE James, WACHOWICZ John. "Fundamentos de Administración Financiera", editorial Prentice Hall, 1994, pp. 859.
- WESTON J. Fred, BRIGHAM Eugene F. "Fundamentos de Administración Financiera", décima edición, editorial McGraw-Hill, 1997, pp. 1148.
- WOOLCOTT OYAGUE, Olenka. "La Responsabilidad Civil de los Profesionales", editorial ARA Editores, primera edición, Lima, 2002, pp. 583.





# ANEXOS

ANEXO A: EL PROYECTO DE LA LEY DEL MERCADO DE VALORES DE COLOMBIA  
CONSULTAR EN FORMATO IMPRESO