

LAS INVERSIONES EXTRANJERAS CON TITULOS DE LA DEUDA EXTERNA.

Prof.: Hernán Rosenthal O.

La conversión de pagarés de la deuda externa en capital, es y continuará siendo por mucho tiempo, centro de atención y polémica para los estudiosos de los programas destinados a reducir la referida deuda y de los mecanismos creados al efecto. De especial relevancia, dentro de esta materia, son las inversiones con títulos de deuda externa realizadas al amparo del Capítulo XIX del Manual de Cambios Internacionales del Banco Central de Chile. Sin temor a equivocarnos, podemos decir que el mecanismo contemplado en esta normativa, es el que mayores debates provoca, siendo su importancia cada vez más significativa debido a su tendencia a crecer como canal de reducción de la deuda. A la consideración de este mecanismo en particular, dedicaremos las próximas líneas, no sin antes hacer algunas aclaraciones de interés respecto del sistema general en que se encuentra inserto.

ANTECEDENTES

El punto de partida del tema que nos ocupa, está en la magnitud de la deuda externa de nuestro país y, más exactamente, en su crecimiento, que alcanzó a tasas por sobre el 30% anual entre los

años 1977 y 1982, mientras el capital de los bancos crecía sólo a una tasa del 15% anual. Si a ello agregamos el deterioro de los términos de intercambio, relación de precios que cayó en 30% entre 1980 y 1985 y el alza de la tasa de interés internacional real (de 0.01% antes de 1981 a 9% después de dicho año), fácilmente puede explicarse el resultado de sobreendeudamiento externo que deja como herencia una deuda de alrededor de US\$19.000.000.000.

Esta situación de enorme endeudamiento, compartida por nuestras naciones en vías de desarrollo, se ha traducido en la lógica imposibilidad de los países deudores de pagar sus compromisos y en la consecuente reestructuración de deuda con la banca internacional.

El origen de los mecanismos de conversión de deuda externa parte del antecedente recién anotado, pero su causa más próxima está en el hecho de que, a partir de 1985, la banca internacional con reducidos volúmenes de crédito comprometidos en los países en desarrollo, decidió constituir provisiones por los créditos otorgados a los países en problemas, pensando en un eventual castigo de las deudas. Paralelamente, dichos bancos acreedores se negaron a aportar "new money" y abrieron la posibilidad de transar los títulos representativos de deuda externa de países latinoamericanos.

Surge, de este modo, un mercado secundario de estos títulos que, como señala Francisco Garcés Garrido en su artículo "Comentarios sobre conversiones de deuda externa en Chile" (Boletín del Banco Central de Chile; abril de 1987), algunos han denominado "bazar" más que mercado secundario formal.

La autoridad económica del país, movida por el sano propósito de disminuir el monto y servicio de la deuda externa, aprovechó la coyuntura representada por la aparición del incipiente mercado secundario y creó mecanismos de conversión de pagarés de la deuda chilena, a través de una legislación pionera. Esta legislación está destinada a facilitar y estimular las transacciones de documentos representativos, y ha sido paulatinamente adecuada a los objetivos tenidos en cuenta al establecerla y a las necesidades o requerimientos demostrados por la experiencia de su aplicación.

LOS MECANISMOS Y SU ORIGEN LEGAL

Dos son los mecanismos fundamentales del sistema de conversión e inversión establecidos en nuestra legislación; a) el del Capítulo XVIII del Manual de Cambios Internacionales, que lo es para los

inversionistas nacionales y b) el del Capítulo XIX del mismo Manual, para inversionistas del extranjero.

Importante es referirnos al origen legal de ambos mecanismos. La formulación de esta normativa, reviste la especial característica de que no ha sido necesaria la dictación de leyes especiales para su materialización, sino simplemente de Acuerdos del Comité Ejecutivo del Banco Central. En efecto, la llamada "Ley sobre Comercio de Exportación y de Importación y de Operaciones de Cambios Internacionales", conocida por su denominación abreviada de "Ley de Cambios Internacionales", contenida en el Decreto Supremo N°471 de 1977 del Ministerio de Economía, Fomento y Reconstrucción, faculta al Instituto Emisor para la dictación de las normas que nos ocupan, a través de su ya citado Comité Ejecutivo (art. 4º, 12 y 15), lo que, repetimos, ha hecho innecesaria una ley especial.

El mecanismo del Capítulo XVIII, según se anticipara, permite a los inversionistas chilenos, personas naturales o jurídicas, residentes o no, adquirir, sin acceso al mercado de divisas, títulos de la deuda externa chilena con vencimiento superior a 365 días, cuyos deudores sean el Fisco, Banco Central, entidades del sector público, CORFO, bancos y sociedades financieras y personas naturales o jurídicas residentes en el país (créditos ingresados al amparo del Cap. XIV, en este último caso). Otra alternativa dada por el Cap. XVIII, es la adquisición por chilenos de títulos de la deuda correspondientes a alguna empresa para su capitalización vía emisión de nuevas acciones. Gracias a este mecanismo, empresas y bancos en problema, han podido ver reducida su deuda en dólares. El importa el pago directo al exterior con recursos propios del inversionista y la transformación a moneda nacional de la deuda, lo que trae como ventaja la reducción de la deuda externa.

Pero, como el objeto de estos apuntes es el estudio de las inversiones extranjeras con títulos de la deuda externa, pasaremos a analizar, a continuación, el mecanismo del Cap. XIX que permite precisamente la transformación de deuda en capital.

INVERSIONES CON TITULOS DE LA DEUDA EXTERNA

La reglamentación de este tipo de inversiones está contenida en el Cap. XIX del Manual de Cambios Internacionales y ella autoriza las inversiones en Chile realizadas con recursos en moneda nacional provenientes de la aplicación de títulos de la deuda externa.

a) Personas que pueden operar

Pueden hacer estas operaciones de cambios internacionales, las personas naturales o jurídicas, chilenas o extranjeras, con resi

dencia y domicilio en el exterior y que cuenten, al efecto, con la autorización previa del Banco Central de Chile. Cabe destacar, entonces, que este canal de conversión está reservado para los inversionistas extranjeros y, por ende, junto con constituir un mecanismo de reducción de la deuda externa del país, es también un medio de atracción de la inversión extranjera.

La exigencia para el acceso a este mecanismo de que se trate de las personas antes indicadas, encuentra su justificación en la idea de impedir que se hagan operaciones de compra de títulos con dólares provenientes del mercado local.

b) Requisitos que deben cumplir los títulos

El Capítulo XIX se encarga expresamente de definir los requisitos que deben cumplir los títulos que se pueden aplicar a las inversiones locales:

- 1.- Debe tratarse de documentos de los que conste la existencia de una obligación expresada y pagadera en moneda extranjera en el exterior y cuyo plazo de vencimiento, original o prorrogado, sea superior a 365 días;
- 2.- Que los documentos pertinentes hayan sido suscritos, en calidad de deudor directo, por el Fisco, Banco Central de Chile, entidades del sector público, CORFO, por empresas bancarias o sociedades financieras autorizadas para operar en el país, o se trate de documentos suscritos por personas naturales o jurídicas residentes en Chile, distintas de las recién nombradas, siempre y cuando hayan sido caucionados antes del 1º de Julio de 1985, sin limitaciones de tiempo, caso, cantidad o persona determinada, por CORFO o por empresas bancarias o sociedades financieras autorizadas para operar en el país; Los requisitos antes enunciados, son copulativos.

c) Forma de acogerse a las disposiciones del Cap. XIX

Establece la reglamentación, que las personas que deseen acogerse a las disposiciones del Capítulo, deben presentar una solicitud al Banco Central de Chile a fin de recabar la autorización a que aludíamos más arriba. La solicitud en cuestión, tiene que ir acompañada de una serie de informaciones relativas a la individualización de los requirentes, su giro, capital, volumen de operaciones, existencia de inversiones en Chile al amparo de otros regímenes distintos (Por ejemplo, DL 600 de 1974; art.14, 15 o 16 de la Ley de Cambios Internacionales), singularización de los títulos que se aplicarán y cuando el solicitante sea una persona distinta del acreedor del título registrado en el Banco Central, debe solicitarse también el correspondiente cambio de acreedor del crédito. Especial mención cabe hacer, de la obligación de indicar el destino que se

dará a los recursos y los plazos para materializar las operaciones necesarias.

El segundo paso, está representado por la suscripción de un convenio autorizado ante Notario Público o Ministro de Fe competente, que deberán celebrar los acreedores o futuros acreedores del crédito, conjuntamente con el o los pertinentes deudores y, en su caso, con los garantes. En dicho convenio - que se celebra bajo la condición de aprobación por el Banco Central de la solicitud antes referida - las partes estarán obligadas a acordar dos puntos de singular interés:

- 1.- Que el documento del que consta el crédito será pagado en Chile de inmediato y contra entrega del mismo, al contado, con o sin descuento, en pesos moneda corriente nacional, o
- 2.- Que, alternativamente, se convendrá sustituir dicho documento en Chile, por uno o más instrumentos, tales como letras de cambio, pagarés, escrituras públicas u otros efectos de comercio, que podrán expresarse en moneda nacional, en Unidades de Fomento o en moneda extranjera pagadera en moneda corriente nacional, pudiendo además pactarse modificaciones respecto al monto, intereses, plazo u otras condiciones de la obligación.

El convenio que hemos indicado, no es necesario cuando el título de la deuda externa haya sido suscrito en calidad de deudor directo, por el Banco Central de Chile. En este caso, el título será simplemente canjeado por uno o más de los instrumentos que se han establecido en el Anexo N°1 del Cap. XIX y que son fundamentalmente pagarés al portador emitidos por el Banco expresados en dólares de los Estados Unidos de América y pagaderos en moneda corriente nacional y efectos de comercio al portador, también del mismo Banco, expresados en Unidades de Fomento. El anexo contempla los plazos e intereses que devengarán los respectivos instrumentos. A los primeros meses de 1987, el monto de instrumentos en Unidades de Fomento emitidos por el Banco Central para estos efectos, alcanzaba al equivalente a US\$118.000.000.-, aproximadamente. No conocemos cifras respecto de los pagarés y no hay información, a esa fecha, sobre el monto de instrumentos emitidos por deudores distintos del Banco Central.

Finalmente, debemos agregar que los solicitantes han de conferir un mandato irrevocable a una empresa bancaria autorizada para operar en cambios internacionales en el país, para que esta proceda a canjear el título por los instrumentos antes referidos o a cobrarlo al deudor, según corresponda.

- d) Características de las inversiones a través del Cap. XIX
Conocidos los antecedentes generales relativos a las personas que pueden acceder al mecanismo, los requisitos de los títulos y

la forma de acogerse a las disposiciones del Cap. XIX nos corresponde ahora presentar en breve síntesis, las características más sobresalientes de estas inversiones.

1.- En primer lugar, debe destacarse que en estas inversiones, el Banco Central, a solicitud del inversionista, podrá otorgar a éste acceso al mercado de divisas para transferir al exterior sus capitales y las utilidades líquidas que ellos puedan generar. ¿Cuáles son las condiciones de estas remesas?

- I El capital no podrá remesarse antes de diez años contados desde la fecha de materialización de la inversión o aporte;
- II Las utilidades líquidas - debidamente comprobadas por los medios que señala el Cap. XIX - que se generen en los primeros cuatro años, sólo podrán remesarse una vez transcurrido este lapso y a razón de un 25% anual a contar del quinto año. Esta limitación no rige para las utilidades líquidas que produzca la inversión a contar del quinto año.

(En los recursos originados en el Cap. XVIII, no hay acceso al mercado de divisas).

- 2.- Los recursos obtenidos producto de la conversión, deben destinarse a realizar las inversiones precisamente autorizadas. (En las conversiones vía Cap. XVIII, hay libertad de destinación).
- 3.- El Banco Central de Chile, autoriza las operaciones analizando cada caso en particular.

Terminamos este párrafo, haciendo alusión a la adición de un Anexo N°2 al Cap. XIX, que autorizó que personas jurídicas con residencia y domicilio en el extranjero, constituidas y organizadas bajo la legislación de su país de origen, y organismos, entidades o agencias internacionales o gubernamentales o paragubernamentales con patrimonio igual o superior a US\$5.000.000.- y que no estén controladas directa o indirectamente por personas chilenas o con residencia en el país, apliquen tales títulos a la suscripción y pago de acciones de sociedades anónimas locales ("Sociedades de Inversiones") cuyo objeto sea realizar inversiones en el país bajo las condiciones que el mismo Anexo contempla.

EL PROBLEMA DEL PRECIO DE LOS TITULOS DE LA DEUDA

Ya hemos visto que los títulos de la deuda externa son transados para servir como mecanismo de conversión de deuda en capital, en el caso de las operaciones del Cap. XIX motivo de esta exposición, y para efectuar un prepago o redenominación a moneda nacional por parte del deudor, en el de las operaciones del Cap. XVIII. Sirven además estas transacciones, para reestructurar la posición del adquirente

en las deudas de países con problemas, pudiendo intercambiar para tales fines, deuda de un país por otro que le parezca más solvente o de mejores perspectivas.

En definitiva, el problema del precio de los títulos no viene a ser otra cosa sino el valor de la deuda externa, o mejor dicho, precio de mercado que ésta tenga respecto de cada país. Ahora bien, ¿de qué depende el precio de transacción de los títulos en el mercado secundario internacional que al comienzo mencionábamos?

Esencial y promordial, de la capacidad de pago de cada país deudor. La perspectiva de riesgo sobre cada país emisor que tengan los agentes económicos, determinará el descuento a aplicar a los respectivos títulos. En el caso de Chile, el descuento referido al valor par, ha sido en forma estable alrededor de un 28% a 30% para títulos con garantía estatal. Entonces, es la que podemos llamar "viabilidad del país deudor", la que explica la magnitud del descuento y, por ende, el valor de transacción del título de la deuda externa. No está demás, en este punto, recordar que fue esta percepción de los acreedores respecto a la incapacidad de pago con tendencia a prolongarse en el tiempo por parte de las naciones deudoras, lo que los llevó a la decisión de transar los documentos representativos de la deuda externa, dando inicio a este singular mercado.

VENTAJAS DEL MECANISMO DE INVERSION DEL CAP. XIX

Las ventajas de este original mecanismo de conversión de deuda en capital, son varias y trascienden incluso a ámbito meramente económico.

- 1.- La primera ventaja deriva de su finalidad fundamental: reducir la deuda externa. El más importante efecto macroeconómico de las operaciones del Cap. XIX, es disminuir el monto de la deuda y más que eso, el pago de intereses hacia el exterior. Gracias a los mecanismos creados, se estima que el país ahorra alrededor de US\$150.000.000.- anualmente. La incidencia de las operaciones vía Cap. XIX en la reducción de la deuda externa ha sido del orden de un 27%. Sumado al 35% de las operaciones del Cap. XVIII, ambos mecanismos contribuyen en un 62% a la reducción, reducción que ha alcanzado una cifra cercana a los US\$2.000.000.000.- a esta fecha.
- 2.- Al aminorarse el servicio de la deuda externa, se liberan recursos que habrían sido destinados a dicho servicio. Ello permite afrontar un gasto interno mayor o aumentar la capacidad de ahorro. Si los recursos liberados se destinan a áreas productivas que posibilitan generar a futuro nuevos ingresos de divisas, aumentará lógicamente la disponibilidad de las mismas para el país.

- 3.- La reducción de la deuda permite la contratación de nuevos créditos sin afectar el nivel de endeudamiento con el exterior.
- 4.- La rentabilidad global de las operaciones de inversión vía Cap. XIX, ha sido extraordinariamente atractiva (25,9%) ya que ella no está sujeta a los elementos de control y de presión de costos propios de las operaciones del Cap. XVIII. Esta alta rentabilidad, debería facilitar el retorno de capitales mantenidos por sujetos chilenos en el extranjero.
- 5.- La atracción de inversión extranjera operada a través del mecanismo del Cap. XIX, significa potencialmente el aporte de nueva tecnología y capacidad empresarial necesaria al desarrollo económico del país y que suele conllevar este tipo de inversión.
- 6.- La inclusión del Anexo N°2 del Cap. XIX, permitirá la participación de recursos externos en el mercado accionario local, haciendo contar además de dicho flujo, con una interesante contribución en cuanto al manejo de dicho mercado. Al mismo tiempo, facilitará que los acreedores, en lugar de vender sus títulos con altos descuentos, tengan la oportunidad de capitalizar las deudas.
- 7.- Se produce una mejoría en la imagen externa del país ya que los agentes financieros del exterior ven en la creación de estos mecanismos, la decisión de cumplir las obligaciones contraídas.

DESVENTAJAS DEL MECANISMO DE INVERSION DEL CAP. XIX

Si bien los mecanismos creados por Chile para contribuir a la solución del problema de la deuda externa han recibido una elogiosa acogida, no es menos cierto que también han sido blanco de algunas críticas o reparos que es conveniente tener en consideración. Procuraremos resumir en esta parte, algunos de los aspectos que se dibujan como desventajas del sistema del Capítulo XIX o que, al menos, representan problemas potenciales.

- 1.- Las operaciones vía Cap. XIX producen, como se ha dicho una reducción en el monto de la deuda externa y su servicio. Sin embargo, a futuro, la remesa de capitales y utilidades tenderá a compensar los efectos antes mencionados ya que existe un compromiso de acceso al mercado de divisas para tales fines. Como contrapartida, no debe olvidarse que la factibilidad de estas remesas estará vinculada al éxito de las inversiones: si no hay utilidades, nada podrán remesar por este concepto los inversionistas. Hay entonces, una condicionante que dependerá del buen manejo de las inversiones y del progreso de la economía nacional.

2.- El aporte de capital a través del Cap. XIX, importa una competencia con la inversión extranjera tradicional, especialmente por el problema del descuento de los títulos de la deuda externa. Lo anterior, de mantenerse el mecanismo, obliga al estudio de incentivos compensatorios. Por de pronto ya existen diferencias entre los plazos contemplados en el DL 600 y aquellos del Cap. XIX en lo que dice relación con el retorno de capital y utilidades, que tienden justamente a producir estas compensaciones.

Considerando que el beneficio social de las inversiones en divisas frescas es superior al de las inversiones con documentos representativos de la deuda externa, nos parece de vital importancia este aspecto de las diferencias. Por otra parte, no parece conveniente la existencia de sistemas paralelos para canalizar la inversión extranjera. La presencia de un solo estatuto general, configuraría un regimen mucho más claro, estable y confiable para los agentes inversores.

3.- El punto anterior, nos lleva al análisis de un importante aspecto jurídico del problema: la existencia de normativas de distinto rango. En efecto, mientras la inversión extranjera tradicional está sujeta a las disposiciones del Decreto Ley 600 de 1974 y sus modificaciones, más conocido como "Estatuto de la Inversión Extranjera", la inversión canalizada a través del Cap. XIX, lo está en una reglamentación fácilmente mutable, con todos los riesgos que ello implica para la estabilidad y uniformidad de principios inspiradores del regimen de inversiones extranjeras.

4.- El mecanismo del Cap. XIX, se está constituyendo en un claro sistema de subsidio a los inversionistas extranjeros. Tal como adelantáramos, las disposiciones del Capítulo llevan a que sustancialmente el descuento de los pagarés vendidos por la banca acreedora, sea aprovechado por los inversionistas extranjeros, dejando al margen del beneficio a los deudores nacionales. Es así como por la vía reglamentaria, se está otorgando a los inversionistas extranjeros una rentabilidad notoriamente exagerada y discriminatoria. Con razón se ha anotado, que la situación aparece contratiando los principios de una economía social de mercado.

5.- La operación "caso a caso" que involucra el Cap. XIX para los efectos de la autorización del Banco Central de Chile, confiere al mecanismo un carácter discrecional que en nuestra opinión, no contribuye al prestigio del sistema de inversión extranjera en el país que, como hemos planteado, debe ser general, lo más estable posible y sujeto a normas de la mayor claridad.

6.- El monto de los títulos de deuda externa para operar a través del Cap. XIX, según se ha estimado, alcanza al equivalente a US\$15.900.000.000.- Si se acelera el nivel de operaciones de este mecanismo de conversión de deuda en capital, puede provocarse un incremento significativo en la demanda de activos físicos o financieros. Como acertadamente se expone en el completo estudio sobre el tema de la conversión realizado por el Superintendente de Bancos e Instituciones Financieras, Sr. Guillermo Ramírez, la disponibilidad de activos financieros y la riqueza nacional de derechos sobre el capital accionario de empresas locales, son relativamente escasos en comparación con el monto de la deuda externa. Lo anterior, llevaría a concluir que de continuar se en la misma dirección, se caminaría a una mayor extranjerización de la economía, situación que es, pensamos, a lo menos discutible.

Sin pretender agotar el análisis, se han delineado los aspectos que podrían catalogarse como más relevantes de un tema que es de suyo complejo. La conversión o "swap" de deuda externa en inversión, constituye sin duda una posibilidad interesante en la ardua tarea de enfrentar la pesada carga de la deuda externa. Con todo, no debe olvidarse que, como se ha sostenido en fuentes allegadas a la CEPAL, es solamente una solución parcial ante la magnitud del problema. Chile ha sido uno de los países pioneros en el establecimiento de un mecanismo de conversión con interesantes beneficios. Pero, aparece también urgente revisar las críticas o reservas que este mecanismo ha provocado, en aras del superior interés del país.