



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

Documento de Trabajo N° 5

Noviembre 2005

EL MERCADO SECUNDARIO DE DEUDA EN CHILE

Vicente Lazen

La Serie de Documentos de Trabajo es una publicación de la Superintendencia de Valores y Seguros que divulga trabajos de investigación realizados por profesionales de esta institución o encargados por ella a terceros. El objetivo de la serie es aportar al debate de temas sectoriales del mercado de capitales y de seguros, facilitar el intercambio de ideas y dar a conocer investigaciones, con carácter preliminar, para su discusión y comentarios.

Los contenidos de los artículos publicados no representan necesariamente la opinión de la Superintendencia de Valores y Seguros, siendo ellos de exclusiva responsabilidad de los autores.

| | |
|--|-----------|
| INTRODUCCIÓN | 4 |
| EL MERCADO CHILENO DE DEUDA | 6 |
| 1. ORGANIZACIÓN Y ESTRUCTURA | 6 |
| 1.1 OFERTA DE INSTRUMENTOS DE RENTA FIJA Y CORTO PLAZO | 6 |
| 1.2 PLATAFORMAS INTERBANCARIAS | 8 |
| 1.3 BROKERS | 10 |
| 1.4 BOLSAS DE VALORES | 10 |
| 1.5 MERCADO DE DERIVADOS SOBRE INSTRUMENTOS DE DEUDA | 12 |
| 1.6 INVERSIONISTAS EXTRANJEROS | 13 |
| 2. LIQUIDEZ | 16 |
| 3. COSTO EFICIENCIA | 21 |
| 4. TRANSPARENCIA | 22 |
| 5. SEGURIDAD | 25 |
| 6. INTEGRIDAD | 28 |
| CONCLUSIONES E INICIATIVAS | 31 |
| BIBLIOGRAFÍA | 35 |

INTRODUCCIÓN

La importancia del mercado secundario de deuda reside en su influencia directa sobre la eficacia del financiamiento corporativo, el manejo de carteras de los inversionistas institucionales, el financiamiento del gobierno, la ejecución de la política monetaria, y el financiamiento a corto plazo de empresas y agentes financieros.

En rigor, el mercado de deuda, comprende dos mercados diferentes en relación a la naturaleza y la función de los instrumentos, las modalidades de transacción y los riesgos involucrados. El primero se refiere al mercado de deuda de corto plazo, que en Chile se conoce como mercado de instrumentos de intermediación financiera (IIF), denominación que se adoptará para el resto de este artículo. El segundo, se refiere al mercado de deuda de largo plazo o de bonos, el cual, para efectos de este artículo se denominará a este mercado como de bonos o “renta fija”. La principal diferencia entre ambos mercados, reside en su plazo al vencimiento al momento de emisión. El mercado de IIF engloba, en general, los valores emitidos con hasta un año de vencimiento, mientras que el mercado de bonos, comprende las transacciones de instrumentos con plazo al vencimiento mayores a éste¹.

¿Por qué este tema es importante para los reguladores financieros?

Conocer el estado del mercado secundario de deuda en Chile es relevante para los reguladores financieros por diversas razones. En primer lugar, en este mercado operan las entidades reguladas, tales como fondos de pensiones, compañías de seguros, bancos, fondos mutuos e intermediarios de valores. En consecuencia, el regulador debe velar porque las condiciones de contratación sean las adecuadas en beneficio de las entidades reguladas y por ende, de sus clientes e inversionistas. En segundo lugar, en su rol de generadores de políticas, los reguladores necesitan identificar los obstáculos presentes en el mercado secundario que a la larga puedan entorpecer la transacción eficiente de recursos en la economía. En tercer lugar, es necesario identificar los factores que podrían dar origen a deficiencias en la integridad del mercado, entendida ésta, como su manipulación o el uso indebido de información privilegiada. Finalmente, los reguladores requieren reconocer los elementos que podrían impedir una adecuada información de precios, necesaria para la valoración de portafolios de inversión por parte de inversionistas institucionales.

Una motivación adicional para examinar este mercado en Chile, se origina en las observaciones recientemente publicadas por el Fondo Monetario internacional (FMI) en el marco del proyecto “Programa de Evaluación del Sector Financiero”² (FSAP, por su sigla en inglés). En el reporte FSAP se resaltan elementos tales como la importancia del mercado OTC en Chile, los problemas de liquidez en el mercado de deuda y algunas propuestas al respecto. Este contexto contribuye a la pertinencia de una exploración más detenida de este mercado.

Como marco de análisis de los mercados de deuda en Chile, se adoptará uno que los caracteriza

¹ El plazo al vencimiento no es un criterio estricto. Los depósitos a plazo fijo con más de un año al vencimiento, por ejemplo, se transan en el mercado de IIF.

² Ver FMI (2004)

en cinco dimensiones: **1) liquidez, 2) costo eficiencia, 3) transparencia, 4) seguridad, y 5) integridad** (ver cuadro 1). Dependiendo de la fortaleza de estas características se puede calificar el grado de eficiencia de un mercado, propiedad que finalmente determina su existencia. Desde el punto de vista de los participantes del mercado, el grado de eficiencia del mercado incide sobre la decisión de operar o no en éste y la frecuencia y volumen de transacciones. Desde una perspectiva del regulador, la eficiencia del mercado es importante en su rol de desarrollar el mercado de capitales, pero también de generar las condiciones para que los derechos y deberes de los participantes sean adecuadamente respetados.

Cuadro 1. Criterios de análisis de un mercado secundario de valores

| Criterio | Explicación |
|-------------------------|--|
| Liquidez | Facilidad para transar volúmenes altos de transacción sin enfrentar costos por desequilibrio entre oferta o demanda |
| Costo eficiencia | Costos variables de transacción. Costos fijos de operar. Barreras a la entrada y salida. |
| Transparencia | Disponibilidad de precios antes y después de ejecutar una transacción. |
| Seguridad | Suficiencia de controles en el proceso de compensación y liquidación de las operaciones. Control de riesgos operacionales y de fraude. |
| Integridad | Adecuado control de conflictos de interés, uso de información privilegiada y manipulación del mercado. |

La primera parte de este artículo se aboca a describir las características generales del mercado chileno, en términos de activos transados, de su estructura y de la mecánica de contratación. En seguida, se analiza el mercado en términos de su liquidez, costo eficiencia, transparencia, seguridad e integridad. Finalmente, se describen las principales conclusiones de este análisis, incluyendo las medidas de política necesarias para perfeccionar el mercado de deuda chileno.

EL MERCADO CHILENO DE DEUDA

1. Organización y Estructura

Una de las características más relevantes del mercado de deuda chileno es la existencia de dos mercados relativamente separados entre sí: el mercado interbancario de deuda pública y el mercado bursátil.

Esta cualidad contrasta con la de los mercados de deuda en Estados Unidos, Canadá y la mayoría de los mercados de Europa y Asia, en donde las transacciones son dominadas por dealers y market makers, es decir son llevadas a cabo fuera del ámbito bursátil en forma predominantemente fragmentada (sin una plataforma de transacción intermedia), y sin restricciones para participantes no bancarios. En consecuencia, la plataforma bursátil ocupa un rol de menor importancia en estos mercados de deuda.

Pueden aventurarse diversas razones para explicar el papel de la bolsa en el mercado secundario de deuda chileno. Quizás una de las más importantes, viene dada por el requerimiento impuesto por ley a los fondos de pensiones, de llevar a cabo sus transacciones en un mercado secundario formal³. Se debe hacer notar, sin embargo, que las entidades reguladas por la Superintendencia de Valores y Seguros, tales como corredores de bolsa, agentes de valores, compañías de seguros y fondos mutuos, están autorizadas para operar en los mercados de deuda fuera de bolsa.

Adicionalmente, la liquidez en los mercados bursátiles chilenos ha ido en aumento en la medida que un mayor volumen de transacciones se ha ido generando a lo largo de los años. La acumulación de liquidez representa a su vez una barrera de salida para los inversionistas y una barrera de entrada para los potenciales mercados alternativos. Por último, la dominancia de las bolsas en el volumen de transacciones, puede venir dada además por la necesidad de los inversionistas, especialmente fondos mutuos y compañías de seguros, de transar en un mercado que les reporte un nivel de seguridad que no podrían obtener operando fuera de ella.

Sin embargo, el mercado de instrumentos de deuda del Banco Central de Chile, representa una importante excepción a lo anterior. Las transacciones interbancarias sobre bonos del Banco Central, supera con creces el volumen negociado en bolsa, más que duplicándolo, lo que lo convierte, en términos de volumen transado, en el mercado secundario más importante de Chile (ver cuadro 1). En este aspecto, es importante profundizar sobre los elementos estructurales que motivan esta tendencia.

1.1 Oferta de Instrumentos de renta fija y corto plazo

El mercado de corto plazo o intermediación financiera en Chile, incorpora dentro de sus instrumentos a los pagarés emitidos por el Banco Central, empresas y bancos. En el caso del Banco Central, los instrumentos de deuda de corto plazo se refieren básicamente los PDDB con

³ La circular 1.216 de la Superintendencia de AFP reconoce como mercado secundario formal a las tres bolsas nacionales.

vencimiento hasta 365 días⁴. Los bancos en tanto, participan mediante la emisión de depósitos a plazo fijo, mientras que las empresas recientemente han ocupado un lugar mediante los efectos de comercio.

El mercado de renta fija incluye los bonos del Banco Central y del Gobierno de Chile (Tesorería General de la República, en la práctica), las emisiones de deuda de empresas o bonos corporativos, las letras hipotecarias emitidas por bancos, los bonos bancarios y los bonos securitizados.

Al analizar el mercado de deuda es inevitable referirse al mercado de pactos, ya que éste, no siendo un valor en términos formales, si puede asociarse a un crédito de corto plazo, el cual es garantizado o colateralizado por medio de un activo que es transferido, con un compromiso de recompra o de reventa, según sea el caso⁵. El colateral más empleado para transacciones de operaciones de pactos es el “Pagaré Descontable del Banco Central” a 90 días (PDBC 90). Los depósitos a plazo, sin embargo, están siendo cada vez más usados como colateral. El mercado de pactos es un mecanismo de intermediación financiera extendido a todos los participantes del mercado, con excepción de los fondos de pensiones, aún cuando tratándose de fondos mutuos éstos sólo están autorizados a comprar con compromiso de venta.

En Chile no existe un ambiente de transacción para las operaciones de pactos, siendo todas ellas realizadas en forma bilateral. Probablemente la principal razón de la inexistencia de un mercado de pactos centralizado, radicaría simplemente en que no es necesario un proceso de “formación de precios”⁶ ya que la tasa involucrada en las operaciones de pactos, se determina exógenamente a partir de otras tasas de referencia, tales como la tasa TAB o a las de instrumentos de deuda del Banco Central.

El cuadro 1 muestra los volúmenes de transacción de los diferentes instrumentos negociados en los mercados de renta fija y de intermediación financiera en Chile⁷. La información recopilada de diversas fuentes, muestra una alta participación de las operaciones fuera de bolsa, especialmente en instrumentos del Banco Central. La determinación de los volúmenes transados fuera y dentro de bolsa es esencial para presentar un diagnóstico apropiado respecto de las condiciones de transacción de los inversionistas chilenos. Sin embargo, en este ámbito, es importante distinguir entre transacciones producto de operaciones de pactos, de aquellas transacciones que reflejan compraventas simples.

Las transacciones por pactos no representan compraventas relevantes para analizar la actividad de un mercado, ya que en este contexto, la venta o compra de un valor simplemente representa

⁴ Para ver las características de los instrumentos del Banco Central de Chile, ver anexo 2.

⁵ Ver anexo 2 para un análisis más detallado del mecanismo de pactos. La denominación chilena de “pacto” es asimilable a la de “repo” o “reporto” utilizada en otros mercados de deuda. Solamente el Banco Central de Chile emplea la denominación “repo” para las compras de papeles con pacto de retroventa, en el marco de sus operaciones de mercado abierto.

⁶ A veces llamado “descubrimiento de precios” (“*price discovery*”), que es el mecanismo de determinación de precios a través de la interacción entre compradores y vendedores.

⁷ Se agradece la colaboración proporcionada por del Depósito Central de Valores en la elaboración de esta información.

una forma de respaldar un crédito a corto plazo y no un intercambio de propiedad final.

Cuadro 1. Deuda vigente y montos transados instrumentos de deuda año 2004
(a diciembre 2004, en millones de US\$ y % del total)

| | Deuda Vigente | Total transado ¹ | en bolsa ² | % | fuera de bolsa ³ | % | operaciones pactos |
|----------------------------------|---------------|-----------------------------|-----------------------|------------|-----------------------------|------------|--------------------|
| Bonos Banco Central | 16.790 | 111.980 | 32.208 | 29% | 79.772 | 71% | 192.893 |
| Bonos corporativos | 11.463 | 6.539 | 6.014 | 92% | 525 | 8% | 7.109 |
| Bonos bancarios | 2.346 | | | | | | |
| Bonos securitizados | 1.800 | | | | | | |
| Letras hipotecarias ⁴ | 6.348 | 7.086 | 5.261 | 74% | 1.825 | 26% | 14.768 |
| Total Renta Fija | 38.747 | 125.605 | 43.483 | 35% | 82.122 | 65% | 214.770 |
| Depósitos a plazo | 39.528 | 35.540 | 29.298 | 82% | 6.242 | 18% | 97.784 |
| Pagarés Banco Central | 2.920 | 13.788 | 6.277 | 46% | 7.511 | 54% | 111.637 |
| Efectos de comercio | 576 | 267 | 200 | 75% | 68 | 25% | 1.058 |
| Total IIF | 43.024 | 49.594 | 35.775 | 72% | 13.820 | 28% | 210.480 |

Fuente: Basado en información Depósito Central de Valores, Bolsa de Comercio de Santiago, Bolsa Electrónica de Chile, Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras y Superintendencia de Valores y Seguros. ¹ El monto total transado se calculó a partir de las operaciones liquidadas a través de DCV durante el año 2004, que incluye casi la totalidad de las compraventas no ligadas a pactos. ² Incluye transacciones de la Bolsa de Comercio de Santiago y de la Bolsa Electrónica de Chile ³ Fuera de Bolsa - se calculó como el monto total de compraventas no relacionadas con pactos, menos las operaciones en rueda reportadas por las bolsas. ⁴ Deuda vigente de acuerdo a valor contable según estados financieros de bancos nacionales.

1.2 Plataformas interbancarias

Existen dos plataformas de transacciones formales en las cuales solamente operan los bancos nacionales (ver figura 1). En ambas se transan únicamente instrumentos de renta fija o bonos. El primero de estos sistemas es “**OTC Tasas**” que es una plataforma electrónica de transacciones administrada por la Bolsa de Comercio de Santiago, como una extensión de su negocio. El OTC Tasas es un mercado de puntas, es decir en él se ingresan cotizaciones de compra (*bid*) o de venta (*offer*), o de ambas, en donde los precios de equilibrio se diferencian según éstos sean de compra o de venta⁸. De manera que los bancos podrían operar en ocasiones ofreciendo precios y en otras ocasiones transando con quienes ofrecen puntas. Los instrumentos transados en este mercado son PRC-8; BCU-5; PRC-20; BCU-10 y las operaciones forwards respectivas que

⁸ La postura de una oferta de compra o de venta, no constituye en realidad un “punta” a menos que sea la mejor oferta de todas.

pueden hacerse sobre estos cuatro instrumentos. Adicionalmente se transan BCP-05; BCP-10 y BCX⁹.

Otra plataforma de exclusivo carácter interbancario, la constituye aquella conocida como “**mercado de puntas**”. Este mercado opera bajo ciertas reglas de funcionamiento establecidas por los mismos bancos. Todo el proceso de negociación es llevado a cabo telefónicamente, sobre una base de comunicación conocida como “anexos capítulo” o “capítulos telefónicos”¹⁰. Los instrumentos transados en este mercado son BCU-5; BCU-10 y las operaciones forwards sobre estos dos instrumentos. Finalmente en el “mercado de puntas” también se opera sobre BCP-10. Llama la atención la existencia de un mercado de papeles del Banco Central paralelo al más sofisticado “OTC Tasas”. Una explicación que puede aventurarse es que el “mercado de puntas” mantiene el componente de interacción humana, la cual conlleva el beneficio de compartir información adicional respecto de las contrapartes, pero más importante, de las condiciones coyunturales del mercado¹¹.

Los bancos restringen el acceso a los sistemas de transacción con los cuales operan. Tradicionalmente ha subsistido la idea de que solamente deben acceder a estos sistemas quienes efectivamente “ofrecen puntas” y no aquellos que simplemente buscan comprar y vender sin participar en forma continua¹².

El mercado interbancario de deuda es un mercado de volúmenes relativamente grandes (los montos mínimos de operación superan las UF 100.000, unos US\$ 2.8 millones). Desde un punto de vista de estrategia de negocios, los bancos se ven a si mismos como “mayoristas” y bajo esa lógica, a las plataformas de intermediación interbancarias solamente deben acceder los bancos. Permitir el acceso a participantes con montos de transacción menor, significa en la práctica, eliminar una fuente de ingresos provenientes de la compraventa de valores con los participantes más pequeños, a precios menos ventajosos que aquellos del mercado interbancario. En otras palabras equivale a dejar entrar a los clientes al mercado “mayorista”. Al parecer, la importancia en términos de ingresos provenientes de este segmento de negocio (de “tesorería” según la denominación bancaria), no es menor, considerando que, de acuerdo a un participante del mercado, las ganancias por este concepto representarían entre 6% y 7% de las ganancias totales de esta industria¹³.

⁹ Un PRC-8 tiene una duración (Macauley) similar a un BCU-5, es decir 5 años. Igualmente un PRC-20 tiene una duración similar a un BCU-10, siendo ésta de 10 años. De manera que las familias de igual duración se transan como instrumentos idénticos. No obstante, para las compañías de seguros de vida un PRC-20 es preferible a un BCU-10, porque mejora su posición de calce y por ende reduce sus requerimientos patrimoniales (los BCU-20 fueron descontinuados por el Banco Central en octubre del 2003).

¹⁰ Este curioso nombre al parecer, proviene de la empresa “Comunicaciones Capítulo” (actual GTD) que en su desarrollo inicial proveyó el sistema de enlaces telefónicos.

¹¹ En algunos mercados, a esta información, más bien especulativa, se le denomina “*color del mercado*”.

¹² Un participante bancario argumentó que ellos (los bancos) están dispuestos a arriesgar su patrimonio “*haciendo mercado*” y en consecuencia deben ser compensados con la exclusividad de operación.

¹³ Ver La Segunda (2005)

1.3 Brokers

En el entorno del mercado extrabursátil se conoce como “brokers”¹⁴ a ciertas entidades que proveen únicamente un servicio de intermediación interbancario de valores de deuda pública y no operan por cuenta propia. Los brokers operan cerrando transacciones, por las cuales cobran un porcentaje de comisión a cada contraparte. Este tipo de intermediarios es más común en otros mercados. Por ejemplo en España, Brasil y Argentina los bancos solamente pueden operar en instrumentos de deuda a través de brokers.

En Chile operan tres brokers: López-León, Tradition y Garban. En cierta manera, los brokers cumplen un rol de mantener el anonimato de una contraparte bancaria, que no desea revelar información de liquidez en “OTC Tasas” o en el “mercado de puntas”. De manera que lo que busca un banco que opera con un broker es hacer sus ofertas a través de las pantallas de este último, pero sin mostrar su identidad. En cierta manera la competencia natural de los brokers, es “OTC Tasas” y de hecho, operan sobre los mismos instrumentos transados en éste, es decir PRC-8; BCU-5; PRC-20; BCU-10 y las operaciones forwards respectivas, así como BCP-05; BCP-10 y BCX.

Los brokers han explotado un nicho interbancario, permitiendo a los bancos más pequeños participar activamente en el mercado de deuda, sin necesidad de hacer ofertas en las otras plataformas interbancarias. Además, este modelo de transacción también ofrece la ventaja de interacción humana con el broker, aplicable para el caso del mercado de puntas.

1.4 Bolsas de valores

En el ámbito de las bolsas de valores, se llevan a cabo operaciones de renta fija e intermediación financiera en la Bolsa de Comercio de Santiago (BCS) y en la Bolsa Electrónica de Chile (BEC). De los US\$ 43.000 millones en renta fija transados en las ruedas de las tres bolsas chilenas durante el año 2004, más del 99% se transó en la BCS, mientras el volumen restante se transó en la BEC. En instrumentos de intermediación financiera, de los US\$ 113.000 transados en total, el 85% se transó en la BCS, mientras que el 15% restante se transó en la BEC. Debido a la dominancia de la BCS en ambos mercados, el análisis del mercado bursátil se centrará en esta bolsa.

En la Bolsa de Comercio de Santiago, existen dos sistemas de transacción. El que opera con más volumen es el sistema de “Remate Electrónico”, que es un mecanismo de subasta periódica (*call auction*). Cada día se llevan a cabo ocho remates electrónicos habituales, siete de ellos se efectúan durante la mañana, (cada media hora a partir de las 10:30 horas) en los que se transan instrumentos IIF e IRF, con condición de pago en el mismo día (PH) para los IIF y PH, PM (pagadera el día siguiente) o CN (contado normal, el día subsiguiente) para los de IRF. Un octavo remate se realiza durante la tarde, en que sólo se transan IRF con condición de pago al día siguiente (PM). La agrupación en el tiempo de las órdenes permite lograr mayor interactividad entre los participantes, lo que también resulta en un mercado más competitivo,

especialmente tratándose de instrumentos de menor liquidez.

La otra plataforma de transacción de la Bolsa de Comercio de Santiago, la constituye Telerenta. Este es un sistema común de postura de órdenes a través de un libro de órdenes o subasta continua¹⁵. Este sistema, sin embargo, es superado en volumen por el “Remate Electrónico” concentra la mayoría de las transacciones en bolsa por sobre Telerenta, resultado que no debería sorprender. Viswanathan y Wang (2002), muestran que los libros de órdenes son ineficientes para transacciones grandes de instrumentos de deuda debido a que los agentes revelan importante información que es explotada por las contrapartes.

Aparte de los mismos corredores de bolsa, en las bolsas de valores pueden operar todos los inversionistas institucionales, tales como bancos, AFP, fondos mutuos y de inversión, agentes de valores y compañías de seguros. Igualmente es posible la operación de inversionistas extranjeros. Para ello, la organización y la regulación del mercado se estructura de tal manera que los participantes distintos de los corredores de valores, pueden acceder y transar en los sistemas transaccionales de las bolsas, por medio de la figura de “operador directo”¹⁶ (ver figura 1). Bajo esta modalidad, se establece un contrato remunerado entre un corredor de bolsa y el inversionista, bajo el cual las transacciones figuran en el sistema de transacción, como ejecutadas por el corredor, pero que en la práctica son llevadas a cabo por el inversionista. Usualmente los inversionistas operan con más de un corredor, básicamente para evitar que operaciones de mayor tamaño puedan ser “deducidas” por las contrapartes en la bolsa. La figura de operador directo también ofrece el anonimato en la transacción, lo cual es de utilidad para los inversionistas institucionales.

De acuerdo a las disposiciones de la Superintendencia de Valores y Seguros, la BCS recopila información de cada una de las transacciones llevadas a cabo por sus corredores y agentes de valores en todos los instrumentos listados¹⁷. A través de esta información es posible identificar aquellas operaciones que corresponden a compras y ventas en el marco de operaciones de pactos, de aquellas que son “a término”, es decir operaciones corrientes no relacionadas a compromisos futuros. Como muestra el gráfico 1, del total de transacciones a firme en renta fija (32% del total), el 75% de ellas (24% del total) se llevó a cabo en bolsa, mientras que el 25% restante (9% del total) se hizo fuera de ella. Destaca que más de dos tercios de las transacciones totales corresponden a operaciones de pactos, que se llevan cabo fuera de bolsa.

¹⁴ En algunos mercados se les conoce como “*inter-dealer brokers*” (intermediarios inter dealers), ya que se interponen entre dos partes que operan por cuenta propia.

¹⁵ Hasta el año 1998 en esta bolsa también operó un mercado de puntas para instrumentos del Banco Central entre 7 y 8 años de plazo al vencimiento.

¹⁶ Esta modalidad de operación está regulada por la circular 1.562 de la Superintendencia de Valores y Seguros.

¹⁷ Circular 1.064 de la Superintendencia de Valores y Seguros.

Gráfico 1. Desglose de transacciones de renta fija en BCS según ejecución
(muestra marzo 2004)

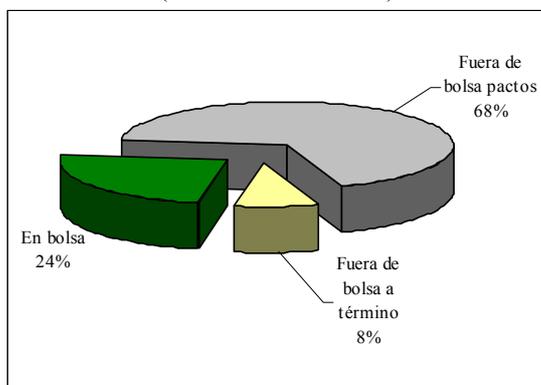
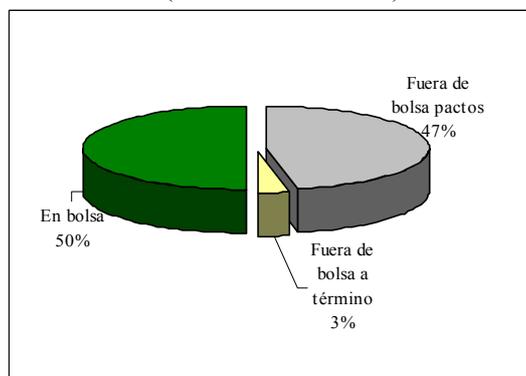


Gráfico 2. Desglose de transacciones de IIF en BCS según ejecución
(muestra marzo 2004)



Similar situación se puede observar en relación a las transacciones de instrumentos de intermediación financiera. En donde el 53% corresponden a operaciones a término, de las cuales el 6% (3% del total) se lleva a cabo fuera de bolsa.

1.5 Mercado de derivados sobre instrumentos de deuda

En el mercado de capitales chileno, se negocia con varias clases de operaciones derivadas sobre instrumentos de deuda. Estas varían en términos de activos subyacentes, plazos y condiciones. Sin embargo, solamente sobre algunos tipos de operaciones se puede afirmar que existe un mercado más o menos establecido y continuo. Morales (2003) ofrece una completa caracterización de los productos derivados en el sistema interbancario en Chile, incluyendo su mecánica de operación. A riesgo de ser redundantes, se enumeran los productos derivados operados en el mercado chileno, que cuentan con volúmenes relativamente importantes de negociación.

El “**swap promedio cámara**” equivale a un swap de tasas y es bastante empleado por los bancos principalmente con el fin de hacer el calce de sus balances. Consiste en el intercambio de una tasa fija por una tasa flotante, que en este caso equivale a la tasa de cámara interbancaria promedio. El swap promedio cámara puede ser negociado en base a tasas nominales o reajustables.

El segundo tipo de instrumento derivado de extendido uso es el “**seguro de inflación**”, que consiste en una compra o venta a plazo de unidades de fomento, a un precio determinado de antemano. Con este instrumento es posible especular respecto de la tasa de inflación futura, o establecer coberturas para posiciones en pesos. Las cotizaciones para este instrumento representan además una estimación respecto de las expectativas de inflación del mercado financiero.

También existe bastante actividad en el mercado “**forward de renta fija**”. Con este tipo de

instrumentos, es posible fijar tasas del subyacente (BCU y PRC), con el objetivo de tomar posiciones compradoras y vendedoras. En este último caso se abre una posibilidad nueva de operación para los participantes del mercado, ya que prácticamente no existe un mercado de venta corta de instrumentos de deuda.

Los forwards de renta fija son el único producto que puede ser estandarizable y transable en bolsa. Efectivamente la BCS durante el año 2004, inició sus transacciones en su mercado de futuros. Los productos que ofrece esta entidad son dos: futuros sobre BCU-5 y BCU-10. La transacción se lleva a cabo a través del sistema Telerenta, operando por medio de la Cámara de Compensación de la BCS. La evolución de este mercado es aún reciente, y su despegue ha sido difícil. De hecho solamente se realizaron transacciones durante su primer mes de operación.

Desafortunadamente, como en todo el sistema de transacción fuera de bolsa, no existen estadísticas agregadas para las operaciones de derivados interbancarios. Solamente el Banco Central de Chile recopila datos en esta área pero solamente tratándose de operaciones en moneda extranjera.

1.6 Inversionistas extranjeros

Aunque no existen estadísticas respecto de la participación de inversionistas extranjeros en el mercado secundario de deuda chileno, existe coincidencia entre participantes del mercado en el sentido de que ésta es reducida. Entre los argumentos expuestos se encuentra el bajo rendimiento de los títulos de deuda chileno, escasa liquidez, inexistencia de un mercado de venta corta y aspectos tributarios que dificultan la participación de estos inversionistas.

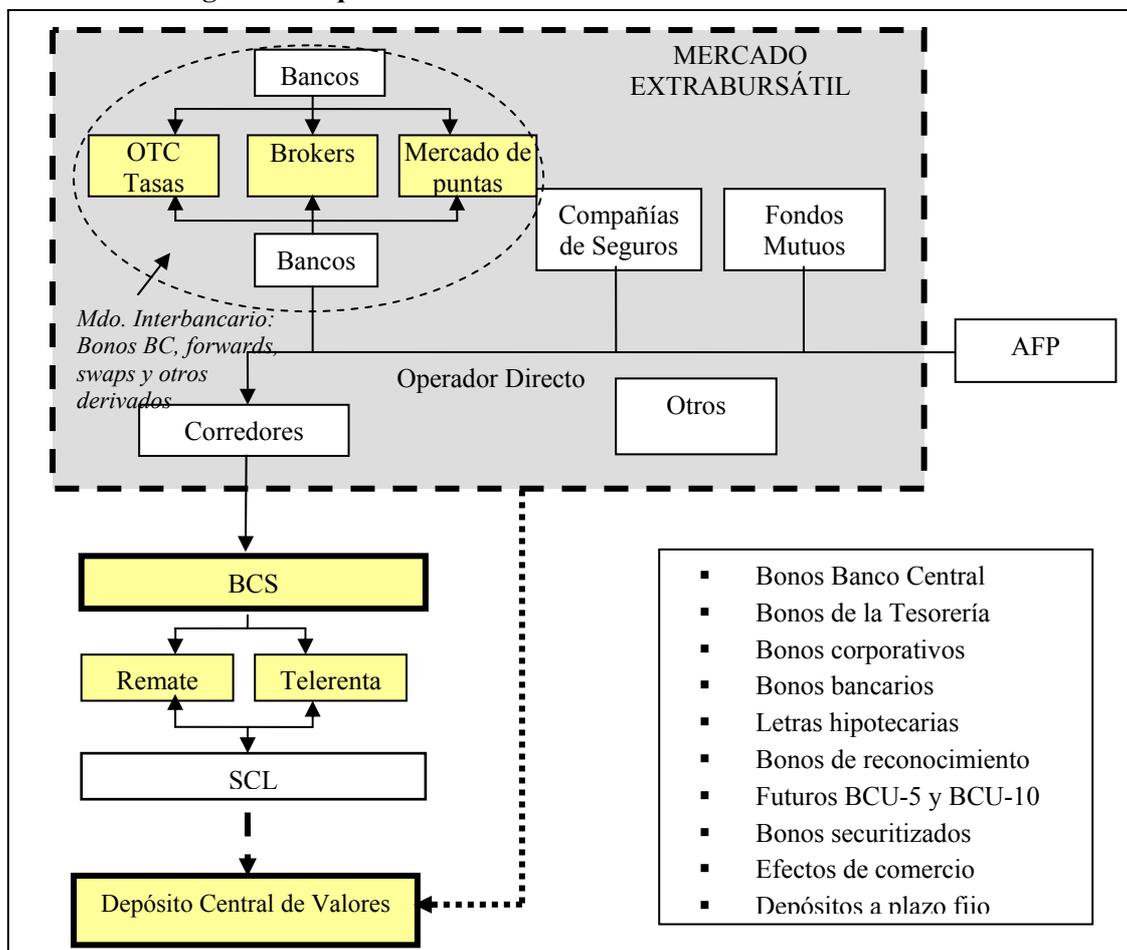
En relación al bajo rendimiento de los bonos chilenos, esta argumentación debe ser observada en el contexto de un mercado latinoamericano de bonos de gobierno con un mayor rendimiento esperado, reflejo de la menor calidad crediticia de estos emisores. En este sentido, la disponibilidad de bonos corporativos chilenos de mayor riesgo puede ser una alternativa atractiva para inversionistas extranjeros. En relación a la liquidez del mercado, esta puede ser adecuada para los volúmenes de operación en el mercado doméstico, pero en el caso de inversionistas con necesidad de mayores volúmenes de transacción existe insuficiente profundidad (ver sección 2). Aunque la inexistencia de un mercado de venta corta es un aspecto relevante, el mayor dinamismo mostrado por el mercado de forwards interbancario chileno, ha permitido a los inversionistas generar estrategias vendedoras prescindiendo del mecanismo de venta corta, aún cuando éste mercado se limita a bonos del Banco Central.

En relación al aspecto tributario, la disposición de las autoridades en este sentido, en particular desde el año 2000, ha facilitado la participación de inversionistas institucionales extranjeros en inversión de cartera. Es así como la reforma al mercado de capitales del año 2001, incluyó a los inversionistas extranjeros dentro de aquellos quienes pueden acogerse a la exención del impuesto a las ganancias de capital provenientes de la enajenación de acciones con presencia bursátil (artículo 18 ter de la Ley sobre Impuesto a la Renta). Durante el mismo año la Ley sobre Normas para Combatir la Evasión Tributaria, incorporó el artículo 18 bis a la Ley sobre Impuesto a la Renta, en cual se exime a los inversionistas institucionales extranjeros del pago

por concepto de ganancias de capital proveniente de la enajenación de acciones con presencia bursátil, bonos y otros instrumentos de deuda. Se argumenta que este artículo ha tenido escasa aplicación porque los inversionistas institucionales extranjeros más activos resultan ser los bancos, corredores de valores o fondos de cobertura (hedge funds) extranjeros. Sin embargo, entre los inversionistas institucionales extranjeros autorizados no se incluyen explícitamente otros que no sean fondos mutuos y fondos de pensiones. Dicho artículo contempla la emisión de un Reglamento, previo informe a la Superintendencia de Valores y Seguros, que incluya otro tipo de inversionistas. Este Reglamento no ha sido emitido.

La figura 1 sintetiza la estructura del mercado secundario chileno. El mercado extrabursátil incluye los tres mecanismos de transacción interbancaria explicados anteriormente, en los cuales sólo se transan bonos del Banco Central y forwards sobre éstos. Las compañías de seguros y los fondos mutuos pueden operar entre si o con otros agentes fuera de bolsa, pero más comúnmente operan en bolsa a través de la figura de operador directo con los corredores, al igual que las AFP. Estas últimas, sin embargo, no están autorizadas para operar fuera de bolsa. En bolsa se ofrecen las plataformas de remate electrónico y Telerenta. Como se muestra en la figura 1, tratándose de la BCS, una unidad de compensación y liquidación, denominada SCL, tiene un rol en la compensación de la transacciones y en la comunicación de los saldos respectivos al Depósito Central de Valores (DCV), llevando a cabo este último, la liquidación de los valores. El DCV también puede liquidar operaciones fuera de bolsa.

Figura 1. Esquema de transacciones mercado de deuda en Chile



Recuadro 1: Mercados de Deuda en Mercados Internacionales

Mercado de bonos

Europa

El mercado es dominado por las transacciones entre dealers, las cuales representan más del 65% del mercado de bonos de gobierno y sobre el 70% de los bonos corporativos¹. De hecho las plataformas electrónicas que operan con mayor volumen son multi dealers, tales como *eSpeed*, *Eurex Bonds* y *MTS*. En estas plataformas se transan bonos con montos mínimos de transacción de alrededor de € 5 millones. En general además, llevan a cabo una labor de compensación de valores y entregan instrucciones a los depósitos de valores involucrados para que lleven a cabo la respectiva liquidación. La mayoría de estos mercados son de subasta continua (*cross matching*).

Asia

En Malasia la transacción de bonos de gobierno se lleva a cabo a través de market makers. Esto no es así tratándose de bonos corporativos. Toda la información de transacciones OTC en bonos corporativos es divulgada prácticamente en tiempo real a través del sistema *BIDS (Bond Information and Dissemination System)*. La compensación de las operaciones se realiza a través de un sistema conocido como *SPEEDS*, que cuenta con un servicio electrónico de anotaciones en cuenta (*Scripless Securities Trading System* o “*SSTS*”) y de transferencia de fondos (*Interbank Fund Transfer System* o “*IFTS*”), el cual también es mantenido por el Banco Central de Malasia.

En Corea las transacciones en el Mercado secundario de bonos se lleva a cabo en la Bolsa de Valores de Corea (KSE), la cual cuenta con dos segmentos de mercado: el mercado de Inter-dealer y el Mercado General de Bonos. Sin embargo la mayoría (95%) de las transacciones sobre bonos se lleva cabo en el mercado OTC de la Asociación de Dealers de Corea

Estados Unidos

El mercado estadounidense de bonos es un mercado compuesto por 25 “dealers primarios” y más de 1.500 dealers más pequeños. Los dealers primarios pueden participar por cuenta propia o en representación de clientes en las licitaciones primarias de la Tesorería para bonos de gobierno y operan como market-makers ofreciendo continuamente puntas en el mercado.

Mercado de intermediación financiera (money market)

Europa

El mercado de money market de la Euro zona se caracteriza por mantener una fragmentación relativamente alta. Las transacciones son llevadas a cabo predominantemente en forma bilateral. Entre las razones que se han mencionado para esta situación está la administración del riesgo de crédito y el poco uso de contratos estandarizados. Sin embargo se ha evidenciado una penetración del uso de mecanismos automatizados de transacción en forma paulatina. Uno de éstos es *e-MID*, servicio transfronterizo, en donde operan 200 participantes y que está conectado a la plataforma de liquidación *TARGET*.

Asia

Malasia cuenta con una plataforma de transacciones de instrumentos de corto plazo así como para operaciones de repos, conocida como *FAST (Fully Automated System for Tendering)*. Esta plataforma es administrada y regulada por el Banco Central de Malasia.

¹ Ver *Celent Communications (2004)*

2. Liquidez

La liquidez de un mercado puede ser definida como la habilidad de transar un activo en el mercado, en el menor tiempo posible, a un precio que incorpore los factores económicos que afectan su valor, sin involucrar un descuento o sobreprecio de dicho valor originado en un desequilibrio no coyuntural entre oferta y demanda.

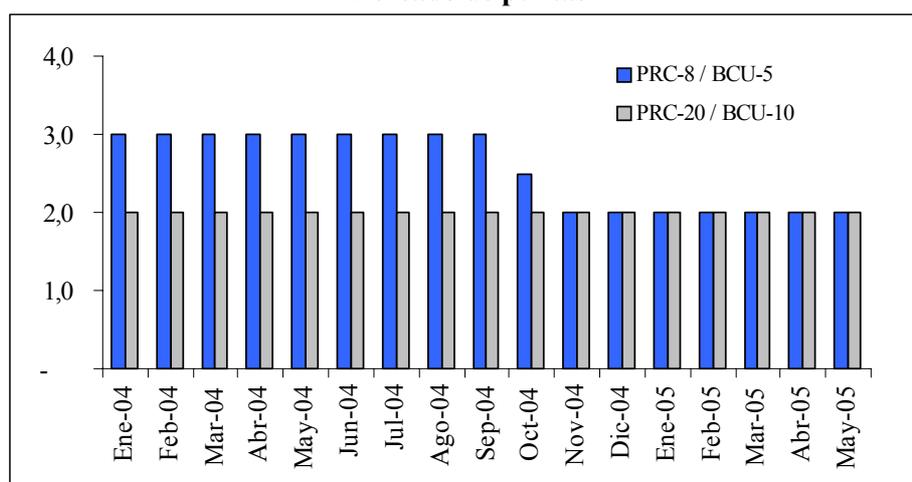
La emisión de instrumentos de deuda en el mercado primario puede terminar reflejando costos de transacción presentes en el mercado secundario. Es así como la existencia de un premio por liquidez se expresa en una mayor tasa de descuento requerida, implicando un mayor costo de financiamiento para los emisores de deuda. Un mercado menos líquido además, es más vulnerable a los shocks financieros, produciendo incluso un efecto amplificador sobre el resto de los mercados. Además, la escasa liquidez crea espacios para la manipulación de precios y dificulta la valoración de las carteras de portafolios. Asimismo, la liquidez de un mercado de deuda es un factor fundamental para el desarrollo de un mercado de derivados ya que la continuidad y disponibilidad de precios y activos en el mercado “spot” es esencial para la construcción de estrategias en base a derivados, especialmente en el mercado de futuros o forwards.

Una de las formas de caracterizar la liquidez de un mercado de instrumentos de deuda es a través de la diferencia entre las puntas vendedoras y compradoras o “spread”. Solamente en el mercado fuera de bolsa es posible encontrar spreads, ya que sólo en éste existe un mercado de puntas. Tratándose del mercado de PRC-8 (BCU-5) y PRC-20 (BCU-10), los instrumentos más transados en el sistema financiero chileno, el spread de rendimiento sobre el cual se opera en el mercado extrabursátil es de 0,02%, es decir 2 puntos base (pb)¹⁸. Este nivel de spread se ha ido reduciendo a medida que el volumen transado ha ido en aumento. Es así como hasta septiembre del año 2004 el nivel de spread en este mercado era de 3 puntos base (ver gráfico 3). En comparación con otros mercados, este indicador, aunque considerablemente mayor a los observados en Europa y Norteamérica, se compara favorablemente con otros mercados como Australia y Hong Kong (ver cuadro 2)¹⁹.

¹⁸ Se usa la expresión “spread de rendimiento” para diferenciarlo del spread en términos del valor par del instrumento, convención que también puede ser usada.

¹⁹ Ver Mohanty, M. S. (2002). Se refiere a spread sobre bonos del Tesoro “on the run”, es decir a la emisión más reciente de parte del Tesoro.

Gráfico 3. Spread (en puntos base) transacciones PRC-8 (BCU-5) y PRC-20 (BCU-10) en mercado de puntas



Fuente: ValorFuturo

Se debe hacer notar sin embargo, que de acuerdo a participantes del mercado, no es extraño que este mercado pierda continuidad en ciertas ocasiones de mayor volatilidad. Esto se manifiesta con inexistencia de puntas en la pantalla de la plataforma OTC tasas, o bien el rechazo de ofertas de compra o venta en el mercado de puntas²⁰. Aun cuando el mercado en general es bastante activo, éste no cuenta con demasiada profundidad. Algunos participantes del mercado indican que es difícil operar con montos altos (US\$ 50 a US\$ 100 millones) sin impactar sobre los precios.

Cuadro 2. Menores spreads compra/venta. Bonos de gobierno 5 años. (puntos base)

| Japón | Australia | México | Hong Kong | Canadá | EEUU | Alemania | Brasil | España | Reino Unido | Francia |
|-------|-----------|--------|-----------|--------|------|----------|--------|--------|-------------|---------|
| 1 | 2 | 5 | 2 | 0,2 | 0,4 | 0,4 | 3 | 0,3 | 0,5 | 0,2 |

Fuente: Bloomberg. Fecha: 15 Sept. 2005 10:30 a.m. Ofertas son por bonos *on-the-run*

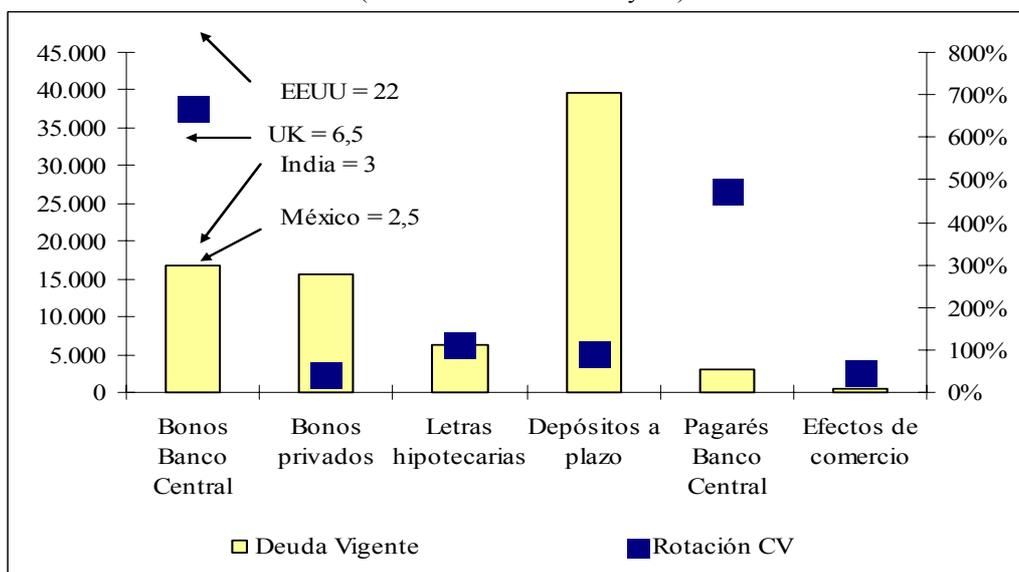
La liquidez también puede ser caracterizada en términos de su rotación, es decir, el porcentaje que representan las transacciones totales durante un año, sobre el stock de deuda colocado. Desde esta perspectiva, destaca el elevado volumen de transacciones sobre los instrumentos del Banco Central (ver gráfico 4). Los bonos de esta entidad exhiben una rotación de 700%, mientras que sus pagarés tienen una rotación de 500%. En un segundo nivel, se encuentran los depósitos a plazo fijo y las letras hipotecarias, con niveles de rotación que bordean el 100%. Bajo este indicador, los efectos de comercio y los bonos corporativos son los que exhiben menor liquidez.

La rotación entrega una visión parcial de la liquidez del mercado y debe ser observada en conjunto con otros indicadores. Por ejemplo, en el caso de los títulos de deuda pública, Mohanty (2002), observa que la rotación en el mercado de deuda pública británico alcanza un nivel de 6,5 veces el stock (650%). Este indicador resulta ser inferior al chileno, aún cuando aquel mercado

²⁰ Un participante bancario comentó que “los operadores de mesa simplemente no contestan el teléfono”. En otros mercados, a estos episodios de iliquidez se les llama “agujeros negros”.

es altamente dinámico y cuyos spread son bastante menores al caso de Chile.

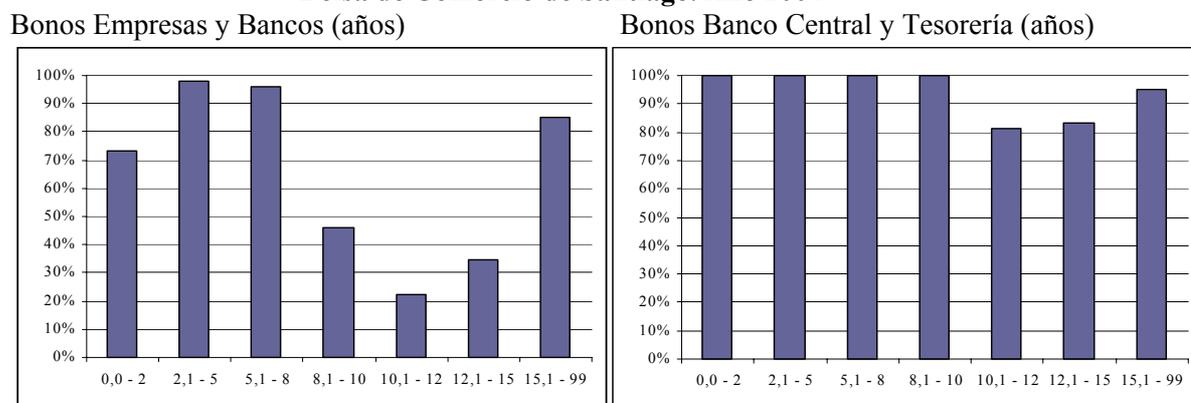
Gráfico 4. Monto transado anual y rotación anual según instrumento
(Miles de millones US\$ y %)



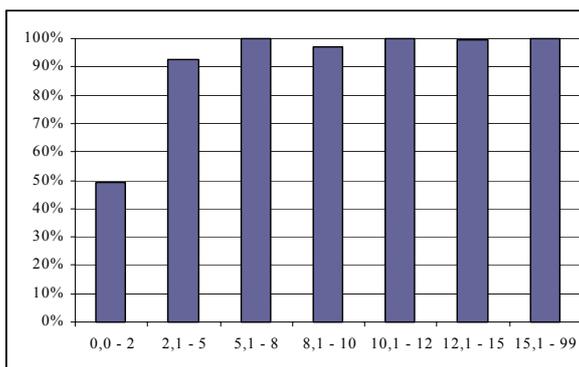
Fuente: Cuadro 1. Cifras de EEUU, Reino Unido, México e India, se refieren a rotación mercado de deuda pública según Mohanty, S. (2002)

Otro aspecto que es importante considerar es la liquidez de los instrumentos de deuda según su plazo al vencimiento. El gráfico 5 muestra el porcentaje de días que las familias de instrumentos se transaron durante el año 2004 en la Bolsa de Comercio de Santiago. Se puede observar que los bonos corporativos y bancarios pueden estar hasta el 20% de los días sin transacciones, dependiendo del tramo de madurez. Las letras hipotecarias, en tanto, muestran una alta continuidad en las transacciones, con ausencias notorias de transacción en los vencimientos más cortos. Tratándose de papeles del Banco Central y del gobierno, es interesante notar que pesar de los altos montos operados sobre éstos, durante el 20% del año no existen transacciones en bolsa para los tramos entre 10 y 15 años al vencimiento.

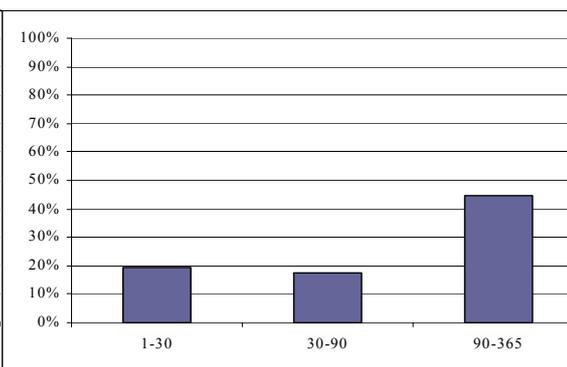
Gráfico 5. Porcentaje de días con transacciones según plazo al vencimiento.
Bolsa de Comercio de Santiago. Año 2004



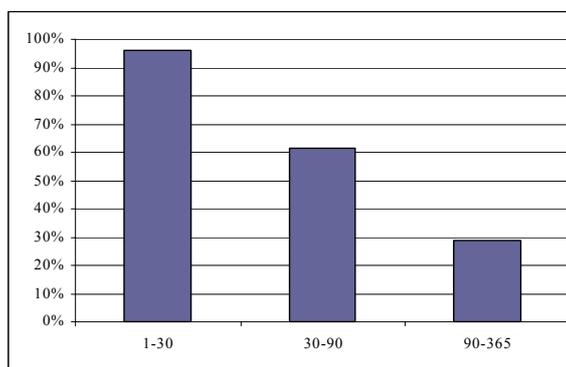
Letras Hipotecarias (años)



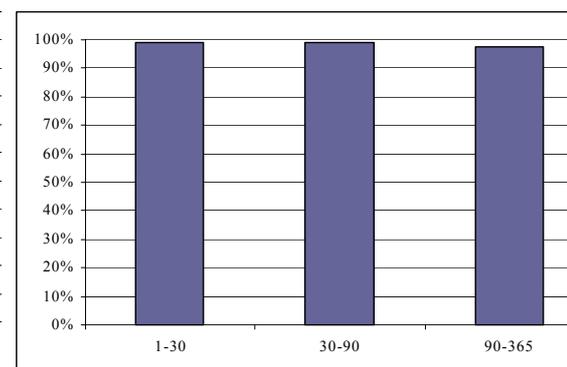
Efectos de Comercio (días)



Pagarés Banco Central (días)



Depósitos a Plazo (días)



Fuente: Basado en información SEBRA. Bolsa de Comercio de Santiago

Por cierto estos gráficos omiten aspectos importantes. Por ejemplo, tratándose de emisores privados, las transacciones pueden desglosarse según la clasificación de riesgo del emisor. En este aspecto la frecuencia de transacciones es mucho menor. Igual situación ocurre si se intenta clasificar según tasas cupón, en donde algunos tramos muestran operaciones aún más escasas.

La ausencia de transacciones diarias, para ciertos instrumentos en determinados tramos de madurez o clasificación de riesgo, trae como consecuencia que los inversionistas institucionales no cuenten con precios para la valoración diaria de sus carteras de inversión. Para remediar esta situación en el caso de las AFP, éstas cuentan con un procedimiento de interpolación de precios, reglamentado por la respectiva Superintendencia. En el caso de los fondos mutuos, no existe una reglamentación por lo que queda a arbitrio de cada administradora el procedimiento de determinación de precios. La Superintendencia de Valores y Seguros, ha optado por promover una solución autorregulada, supervisando el desarrollo de un sistema de determinación de precios para instrumentos sin transacción, conocido como “Sistema Único de Precios” (SUP).

La incorporación de la figura de un “market-maker”, con el fin de incrementar la liquidez en algunos mercados o instrumentos específicos, es a menudo citada como una herramienta efectiva, para enfrentar el problema de escasez de liquidez. Para ello, un participante del mercado debe ofrecer puntas en forma continua sobre un conjunto de valores determinados. La existencia permanente de puntas permite al resto de los participantes comprar o vender

instrumentos en base a las puntas ofrecidas por este market-maker. Actualmente un conjunto de participantes bancarios lleva a cabo funciones de market-maker en los bonos más líquidos del Banco Central. Sin embargo, su rol se enmarca precisamente en instrumentos con mayor liquidez y además no están obligados a ofrecer puntas, de manera que en períodos de menor liquidez, el problema de inexistencia de precios subsiste²¹.

El FMI (2004) sugiere la formalización de una figura de market maker en los mercados de deuda chilenos. Para ello se propone una compensación, consistente en la posibilidad de tener prioridad en la colocación inicial de bonos del Banco Central cuando la licitación esté sobre-demandada²². La existencia de agentes con exclusividad para acceder a las licitaciones de instrumento de deuda del gobierno o del Banco Central, es un arreglo relativamente común en otros mercados, en donde a estos agentes se denomina “dealers primarios”, constituyendo el primer eslabón en la cadena de distribución de bonos del gobierno. La condición oligopólica de los dealers primarios y las cuasi-rentas que se originan de dicha condición, cumplen la función de compensar a estos agentes por el riesgo inherente en la mantención de un inventario permanente.

Se debe hacer notar que una iniciativa de este tipo debe tomar en cuenta el desigual tamaño del mercado primario versus el mercado secundario. Este último es mucho mayor que el primero, de manera que podría resultar difícil mantener inventarios lo suficientemente grandes para operar en el mercado secundario. Por ejemplo, entre julio del año 2004 y julio de este año, el Banco Central emitió alrededor de US\$ 415 millones, mientras que durante todo el año 2004, se transaron más de US\$ 120.000 millones en instrumentos de deuda del Banco Central.

²¹ De hecho, el sentido original del término “market maker” (*creador de mercado*) implica precisamente crear mercado en donde no existe.

²² Actualmente cualquier inversionista institucional puede participar en las licitaciones de papeles del Banco Central, de manera que no existe una figura de “dealer primario”. Este arreglo institucional se asemeja al de Japón y Alemania.

3. Costo Eficiencia

El mercado de renta fija en Chile es prácticamente un mercado de inversionistas institucionales, en donde los inversionistas individuales representan un porcentaje no significativo de transacciones²³. Por lo tanto, al analizar el nivel de costo eficiencia del mercado, es pertinente referirse a los costos enfrentados por los inversionistas institucionales. Son básicamente dos los de mayor importancia: el costo de acceso al sistema transaccional y el costo de liquidar sus operaciones a través del DCV.

Uno de los costos directos de operar en bolsa viene dado por los cargos cobrados por las corredoras de bolsa por concepto de transacciones como “operadores directos” a los inversionistas institucionales o inversionistas extranjeros, quienes también pueden emplear esta figura. Dependiendo de diferentes variables, principalmente del volumen de operaciones, pero también de la existencia de productos cruzados ofrecidos a sus clientes, los costos para los operadores directos oscilan entre 1 y 2 puntos base sobre el volumen operado mensual.

La segunda fuente directa de costos la constituye el depósito de los instrumentos en cartera en el DCV, así como el costo por cada operación liquidada a través del DCV. En el cuadro siguiente se observa la estructura de costos del DCV de acuerdo a lo establecido en su Reglamento Interno.

Cuadro 3. Costos de operaciones en DCV para instrumentos de deuda

| Instrumento | Custodia (emisores) | Depósito | Compraventa (por transacción y por contraparte) |
|---------------------------|------------------------------|--|--|
| Renta Fija | Entre 0,009% y 0,013% anual | Entre 0,001% y 0,008% del valor depositado y UF 0,02 por cada depósito a plazo (*) | Entre UF 0,026 y UF 0,077 |
| Intermediación Financiera | Entre 0,0015% y 0,003% anual | | UF 0,02 |
| Mercado Extrabursátil | N/A | N/A | UF 0,05 |
| Operaciones de Pactos | N/A | N/A | UF 0,02 |

(*) Sólo se cobra por el depósito de títulos desmaterializados.

Una UF (unidad de fomento) equivale a la fecha de este documento a aproximadamente US\$ 32.

Por otro lado, también existen los costos indirectos de transar, los cuales están íntimamente relacionados con la liquidez del mercado. Mientras más líquido sea éste, menores serán los costos producto del impacto de transacciones grandes sobre el precio. En instrumentos poco

²³ En otros países, la participación de inversionistas individuales varía ampliamente. Por ejemplo en el reino Unido solamente el 1% de los hogares mantiene inversiones directas en algún tipo de bono, mientras que en Italia el 42% de los activos de los inversionistas individuales está invertido directamente en bonos.

líquidos los participantes buscan minimizar las transacciones necesarias. Si es necesario llevar una transacción al mercado, entonces una práctica común consiste en parcelar las órdenes con el fin de diluir el impacto a través del tiempo y evitar que se conozca el monto total a transar. Otra alternativa es dividir la transacción entre diferentes corredores. Ambas estrategias por cierto también implican potenciales costos operacionales o de pérdida de oportunidades de inversión. En ocasiones, los inversionistas institucionales simplemente optan por llevar la operación fuera de bolsa, transando al precio de mercado.

A modo de conclusión es necesario afirmar, que los inversionistas institucionales no ven en los costos una barrera relevante para el desarrollo de una mayor liquidez. Aunque evidentemente, operar fuera de la BCS, implica menores costos directos, los beneficios en términos de liquidez y seguridad, tienden a desestimar esta alternativa.

4. Transparencia

La transparencia de un mercado secundario representa la medida en que el mercado dispone de la información de precios y montos transados, incluyendo el espectro de inversionistas para los cuales dicha información está disponible.

En forma relativamente reciente se ha hecho una distinción entre la disponibilidad de precios en forma previa a la ejecución de una orden (pre transacción) y aquella que se entrega una vez ejecutada la transacción (post transacción). La variedad de resultados depende básicamente de la estructura de transacción, la clase de activo transado, las características de los inversionistas y los arreglos institucionales imperantes en el mercado. Este debate ha adquirido gran relevancia en los últimos quince años, en el marco de una explosiva literatura que estudia la forma en que las fuerzas de oferta y demanda se trasladan en precios en los mercados de activos financieros, área conocida como “microestructura de mercado”. Aunque un análisis de microestructura del mercado de deuda chileno escapa al ámbito de este estudio, es pertinente resaltar ciertos aspectos aplicables al caso chileno.

En relación a la transparencia pre transacción, los estudios en microestructura argumentan que la disponibilidad de información respecto a precios y volúmenes de compra y ventas ofrecidas, permitiría a los participantes acceder a los mejores precios disponibles entre quienes están dispuestos transar. Existe sin embargo, una discusión en los mercados de valores respecto de la posibilidad que la apertura de todas las posiciones compradoras y vendedoras de un libro de órdenes determinado, tenga un efecto perjudicial sobre la liquidez del mercado. La argumentación es que los participantes con grandes montos a transar, involuntariamente ofrecen información al resto de los participantes, para interpretar sus patrones de transacción o sus intenciones. Más importante aún, la información respecto de la identidad de un determinado agente permite extrapolar futuras trayectorias para el precio de los instrumentos, haciendo que los precios a los que éste pueda acceder sean desfavorables.

De lo mencionado anteriormente, se desprende que una actitud racional de los mayores participantes es la minimización del número de operaciones de altos montos. No es sorprendente

entonces, que los participantes más pequeños se interesen más en la transparencia que los más grandes. En algunas circunstancias incluso, éstos últimos podrían preferir llevar a cabo algunas transacciones en forma bilateral o través de dealers²⁴.

Las transacciones ejecutadas en bolsa, presentan características de transparencia pre transacción acordes con las mejores prácticas internacionales. Todos los montos y precios están disponibles en tiempo real tratándose de Telerenta. En cuanto al sistema de remate, como fuera explicado anteriormente, las ofertas están disponibles con bastante anticipación a la ejecución del remate. En el contexto del mercado bursátil chileno, la figura de “operador directo” explicada anteriormente, juega un rol esencial al mantener el anonimato del inversionista institucional detrás de la operación. Éste puede ser un ejemplo de que una menor transparencia podría efectivamente jugar a favor de una mayor liquidez, al retener información que podría ser explotada por el resto de los participantes.

En el mercado extrabursátil interbancario y específicamente en el “mercado de puntas” las fuentes de información en los mercados están dadas básicamente por las puntas ofrecidas por los bancos por teléfono. Como no existe un libro de órdenes o una pantalla de puntas, los participantes deben invertir más tiempo en la búsqueda de precios, lo que además resulta en costos indirectos más altos. Por otro lado, el sistema “OTC Tasas” presenta una mayor pre transparencia, ya que permite observar en tiempo real las puntas compradoras y vendedoras con sus correspondientes volúmenes a transar (profundidad). Sin embargo algunos participantes de la industria observan algunas puntas no pueden ser siempre referenciales, puesto que en ocasiones las puntas ofrecidas buscan que el mercado reaccione en un determinado sentido, pero sin el respaldo de adecuada profundidad de la orden²⁵.

Por otro lado, la transparencia post transacción consiste en la disseminación de la información intradía de las transacciones ejecutadas. La posibilidad de que todas las transacciones ejecutadas sean reportadas en forma centralizada, contribuye a que los participantes puedan contar con precios de referencia para sus transacciones. En general, existe cierto consenso en el positivo efecto que la post transparencia ejerce sobre la liquidez y la equidad en los mercados de deuda²⁶ y lo que se observa es una tendencia de los mercados hacia incrementar la información disponible en este aspecto (ver recuadro 2, para el ejemplo de Estados Unidos). La razón por la cual la transparencia post transacción contribuye al desarrollo de los mercados, se origina en que permite a los participantes identificar tendencias en el mercado o verificar la calidad de la ejecución de la orden ofrecida por un intermediario.

En el mercado interbancario chileno, ciertos proveedores de información financiera (*vendors*) ofrecen al mercado, información del final del día en relación al mercado de puntas y a “OTC Tasas”. Estos servicios de información son Bloomberg, Reuters y “ValorFuturo” (que es un servicio de información de propiedad del diario El Mercurio). La información, no obstante, consiste en precios y montos transados al cierre de los horarios de transacción y dispuestos en

²⁴ Ver Harris (1996)

²⁵ Lo que puede ser una práctica común en muchos mercados. Ver Deloitte & Touche (2002)

forma agregada. Sin embargo, cabe mencionar que la existencia esta información se origina en una iniciativa privada, sin existir intervención del regulador para ello.

Recuadro 2: Experiencias Recientes en Norteamérica

En Canadá, una iniciativa impulsada por la industria de dealers, conocida como CanPX, desde el año 2003, pone a disposición pública, los precios de los bonos corporativos transados en el mercado inter-dealer. CanPX pone a disposición cada transacción con un rezago de una hora, con la información de la emisión, cupón, madurez rendimiento y volumen.

En Estados Unidos, la primera experiencia en a este respecto comenzó en el año 1991, cuando se implementó el sistema GovPX, en el cual se reportan las transacciones de bonos del Tesoro de los Estados Unidos. En el año 1995, se comenzó a diseminar los precios de las transacciones de los bonos municipales más frecuentemente transados.

En Julio del año 2002 la Asociación Nacional de Dealers de Valores (NASD) comenzó la implementación de la fase I del sistema TRACE, destinado a recopilar y diseminar los precios de transacción de bonos corporativos. Durante esta fase se comenzó con la diseminación de información de bonos convertibles y de bonos con grado de inversión. Últimamente se ha comenzado con la diseminación de transacciones de bonos de alto rendimiento. A través del sitio web (www.investinginbonds.com) la “Bond Market Association” pone a disposición los precios de transacción con un rezago de 30 minutos.

En contraste, la BCS y la BEC, reportan los precios y volúmenes transados en tiempo real a través de sus terminales SEBRA y SITREL, respectivamente, dispuestos para los clientes de sus servicios de información.

Los precios reportados por la BCS constituyen las referencias primarias de información en el mercado de deuda chileno, especialmente para los administradores de cartera, con el fin de obtener precios de referencia para la valoración de sus portafolios. Por cierto, aunque existiera completa disponibilidad de precios post-transacción en el mercado interbancario, esta información sería de escasa relevancia para los administradores de cartera, ya que éstos no son los precios a los que ellos podrían acceder.

Ciertamente la transparencia post transacción no implica necesariamente la disponibilidad continua de precios. Como se comentó en la sección anterior, el mercado de deuda chileno, como muchos otros mercados, adolece de escasa actividad en ciertos instrumentos, lo que ocasiona que en algunos días, no se registren transacciones para una determinada categoría de instrumento en ciertos tramos de la curva de rendimiento²⁷. Esto es un problema para el mercado, en especial, para los administradores de cartera y los reguladores.

La práctica observada, en caso que el volumen de transacciones en bolsa para un determinado

²⁶ Aunque algunos estudios sugieren que en un mercado de dealers, una post transparencia con poco tiempo de espera puede jugar en contra de los dealers que deben ajustar sus inventarios después de transacciones grandes.

²⁷ No se puede esperar por cierto que todas las emisiones de deuda se transen con frecuencia. En el mercado norteamericano por ejemplo, sólo el 4% de los bonos corporativos se transaron en algún día del año 1996. Ver Ruth (2000)

instrumento sea reducido o inexistente, es el empleo de indicadores alternativos. Para el caso de instrumentos de intermediación financiera se recurre a las tasas de depósitos ofrecidas por los bancos. En el caso de los fondos de pensiones, éstos emplean un procedimiento especificado en la regulación, el cual explicado en forma sucinta, obtiene una tasa de descuento en base a la interpolación de las tasas obtenidas por transacciones de instrumentos más cercanos en términos de características²⁸. Algunos administradores de portafolios emplean la información de precios entregada por la Superintendencia de AFP con el fin de comparar los portafolios de sus instrumentos de deuda. Cuando se generan diferencias significativas entre ambas valorizaciones se procede a analizar la conveniencia de un ajuste.

En conclusión, subsisten deficiencias principalmente en la información post transacción en el mercado interbancario y, por supuesto en la información pre transacción y post transacción en el mercado fuera de bolsa no interbancario. Tratándose de la información post transacción del mercado interbancario, ésta tiene importancia por su condición de referente de precios para la transacción de bonos del Banco Central. En cuanto al mercado fuera de bolsa no interbancario, las deficiencias en este sentido requieren acciones radicales para otorgar un mínimo de transparencia en beneficio de los clientes de los inversionistas institucionales, y un adecuado control regulatorio de éstos, especialmente tratándose de los intermediarios de valores. Los reguladores financieros deben hacer esfuerzos por lograr la mayor publicidad posible de los precios de transacción de instrumentos de deuda, independientemente del mercado o del tipo de instrumento transado²⁹.

5. Seguridad

La seguridad de un mercado de valores implica la adecuación de los procesos y sistemas dirigidos a controlar los riesgos operacionales, legales y de liquidación que puedan presentarse.

Probablemente el factor más determinante en la seguridad del mercado, reside en su sistema de compensación y liquidación de órdenes. Los riesgos que se presentan en este ámbito tienen relación con la posibilidad de que una de las contrapartes no pueda cumplir con la entrega del pago (valores), luego de que haya recibido los valores (pago), generándose una pérdida por el total de la operación (riesgo de principal). Con mayor probabilidad, sin embargo, puede presentarse el riesgo que la contraparte no pueda cumplir con la entrega del pago (valores), pero no haya recibido aún los valores (pago) asociados a la transacción. El participante no fallido deberá en este caso, volver al mercado a ejecutar la operación corriendo el riesgo de que los precios se hayan movido en forma adversa (riesgo de pre-liquidación o de reemplazo). Ambos tipos de riesgo pueden dar origen a un incumplimiento en cadena, en tanto el participante no

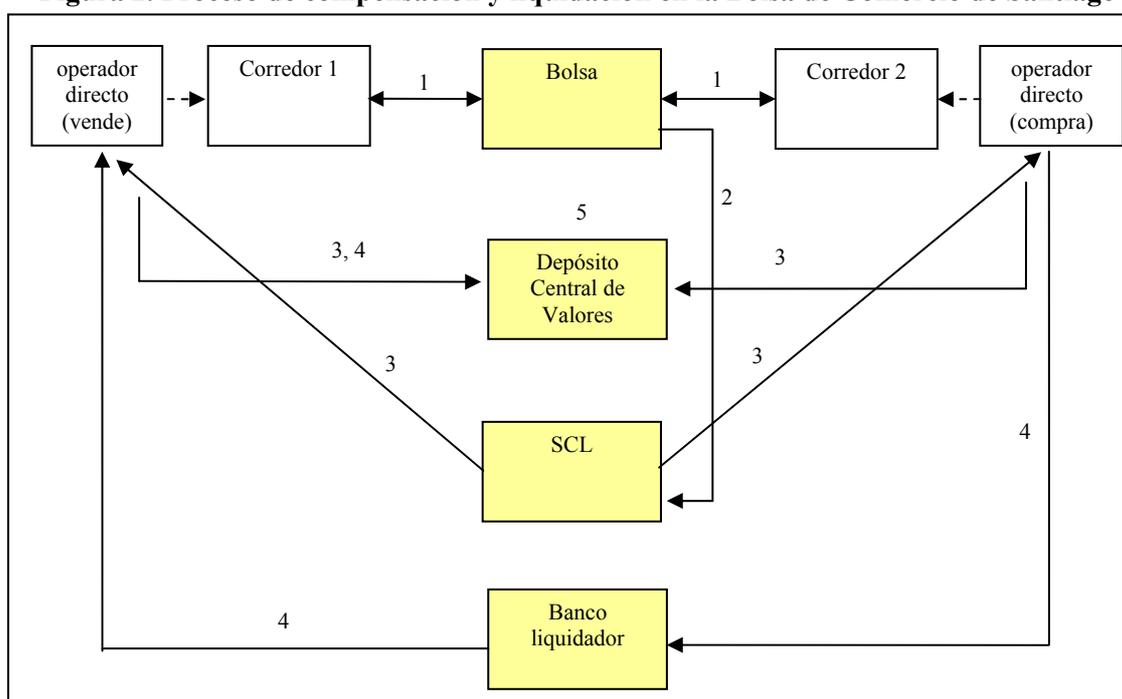
²⁸ Circular 1.216 de la Superintendencia de AFP, en vigencia desde el año 2002.

²⁹ Es posible que en algunas circunstancias sea necesario establecer rezagos en la entrega de información u otro tipo de medidas para perjudicar a algunos inversionistas, especialmente tratándose de instrumentos menos líquidos. Por ejemplo la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO por sus siglas en inglés) recomienda analizar la implementación de una mayor transparencia de los bonos corporativos transados fuera de bolsa (OTC), en base a ciertos criterios: la frecuencia de transacción, los participantes del mercado, las clasificaciones de riesgo de los bonos, la mecánica de transacción y los efectos potenciales sobre la liquidez del mercado. Ver Iosco (2004).

fallido no pueda, a su vez, cumplir con sus respectivos compromisos (riesgo sistémico)

A partir de octubre del año 2005, la Bolsa de Comercio de Santiago comenzará la operación de un nuevo sistema de compensación y liquidación de operaciones, denominado “Sistema de Compensación y Liquidación Garantizado” (SCL), el cual reemplazará a la antigua “Unidad de Clearing”. Tratándose de instrumentos de deuda, el SCL, compensará las operaciones en forma neta multilateral, para luego informar al DCV los saldos de valores y pagos pendientes de cada corredor³⁰. De esta manera, el DCV debita y acredita las respectivas cuentas de las contrapartes. En este esquema, las operaciones se compensan en forma neta multilateral, tanto por el lado de los valores como de los pagos. En este último caso se contempla la participación de un banco liquidador (ver figura 2).

Figura 2. Proceso de compensación y liquidación en la Bolsa de Comercio de Santiago



Ejemplo para inversionista institucional operando bajo esquema de operador directo

1. Inversionistas (operadores directos) ejecutan órdenes en bolsa y reciben confirmación
2. SCL recibe detalle de transacciones en bolsa
3. SCL calcula pagos financieros y entrega de valores, en forma neta multilateral y envía reporte a agentes liquidadores (inversionistas institucionales pueden ser agentes liquidadores indirectos), quienes reportan transacciones al DCV.
4. Operador directo vendedor asegura disponibilidad de valores por entregar en DCV y operador directo comprador asegura disponibilidad de fondos en banco liquidador
5. DCV traspaasa valores entre cuentas una vez recibida confirmación de pago de depositante comprador

Bajo el nuevo sistema de compensación y liquidación, se incorporan mejoras en el sentido de reducción de riesgos, ya que SCL exige garantías para respaldar la liquidación de los valores. En el sistema tradicional de liquidación de la BCS, el riesgo de reemplazo es mayor porque la

declinación de una contraparte en el proceso de liquidación, prácticamente no tiene obstáculos. Especialmente en operaciones intradía (PH, pagaderas hoy), el procedimiento en este caso, consistía simplemente en “eliminar” la transacción, que no es otra cosa, que anular la operación y cancelar las responsabilidades de la bolsa y de la contraparte fallida. La contraparte no fallida no tiene más opción que desistir. Otro avance importante, consiste en la incorporación del neteo centralizado de posiciones lo que reduce el riesgo de liquidación al disminuir el volumen de operaciones pendientes de los inversionistas. El SCL, además, contempla una conexión con el sistema de pagos que, a la fecha de este documento, se encuentra en etapa de implementación. El objetivo en este aspecto es establecer una conexión entre el DCV y la “cámara de compensación de pagos de alto valor” (CCAV), sobre la cual los bancos liquidadores llevarán a cabo los pagos correspondientes³¹.

Hasta el momento, tanto fuera como dentro de bolsa, para mitigar el riesgo de reemplazo, algunos inversionistas institucionales operan con la modalidad de líneas de crédito, debitando el monto vendido al cual usualmente se le agrega un margen que incorpora la volatilidad de la familia de instrumentos.

Los participantes del mercado reconocen estas debilidades del actual sistema de compensación y liquidación, incluyendo que éste sólo operaría para la BCS y no para el resto de las bolsas. En la actualidad está en progreso una iniciativa para desarrollar un sistema de central de contraparte con participación de la mayoría de los actores del sistema financiero.

Tratándose del mercado fuera de bolsa, tanto el riesgo de reemplazo como de principal subsisten. Los sistemas interbancarios, al consistir meramente en una plataforma de transacciones, no contemplan un sistema de liquidación y compensación, adicional al aspecto que le pueda corresponder al DCV. De todas maneras, la liquidación de valores interbancaria suele realizarse a través del DCV, entidad que incluso proporciona un servicio de confirmación de transacciones entre las contrapartes bancarias. En relación a la compensación financiera, ésta se lleva a cabo a través de la CCAV. Los bancos recientemente han implementado la interconexión de la CCAV con el DCV, para efecto de la liquidación sincronización de pagos y valores.

En relación mercado chileno de pactos, subsisten riesgos legales y operacionales que se originan a raíz de que las operaciones de pactos no se perfeccionan mediante un contrato único estándar. Similar situación ocurre en el caso de los préstamos de valores³². Las normas de la SVS contemplan requerimientos respecto de contratos de operaciones de pactos, pero esencialmente para intermediarios de valores. En el caso de la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras (SBIF), esta materia está normada en el capítulo 2.1, título III de la Recopilación de Normas. En ciertos aspectos, las normativas en relación a los contratos en cuestión, pueden ser incluso inconsistentes entre si, lo que provoca que en ocasiones deban perfeccionarse dos contratos en paralelo, con la consiguiente inseguridad jurídica.

³⁰ Los inversionistas transando mediante el sistema de “operador directo” informan directamente al DCV.

³¹ Subsisten temas que resolver en este aspecto. Por ejemplo, la CCAV cierra sus operaciones del día antes del cierre de operaciones bursátiles (16:00).

También tratándose de operaciones de pactos, no existe una normativa que exija la transferencia de los valores objeto del pacto, lo que impide contar en forma efectiva con el respectivo colateral. La práctica común es que la parte vendedora la custodie el valor vendido, lo cual se perfecciona mediante una suerte de contrato privado de custodia. Esta situación involucra claramente un riesgo legal que debe solucionarse. En consecuencia, es necesario contar con contratos tipo, válidos para todos los participantes del mercado que reconozcan las particularidades de estas operaciones. Este contrato maestro debe considerar cláusulas de pagos, cierre de la operación, insolvencia de alguna contraparte, adecuación de capital de las contrapartes y el tratamiento de los riesgos de mercado involucrados

La alternativa más eficiente consiste en considerar la adopción de modelos de contratos estandarizados adoptados en mercados internacionales con mayor desarrollo, conocidos como “*master agreements*” ya sea aquellos diseñados por la *European Banking Federation*³³ o por la bien la *Internacional Securities Market Association*³⁴.

Igualmente, tratándose de operaciones de pactos y más aun siendo éstos llevados cabo fuera de las bolsas, no sólo no existen mecanismos de control de riesgo de liquidación de las operaciones, sino que además no hay un mecanismo centralizado que requiera márgenes de garantía, para hacer frente al riesgo de mercado proveniente de los colaterales entregados.

Otro de los riesgos que se presentan en los mercados de deuda se relaciona con la transacción de títulos con fallas físicas o con deficiencias que pongan en duda su validez legal. Esto se presenta solamente tratándose de transacción de títulos físicos, lo que además facilita la transacción de instrumentos robados o falsificados. El ejemplo que ilustra lo anterior, es el relacionado con el caso Inverlink, en donde éste corredor endosa los documentos sustraídos a CORFO por personal de esta entidad. El procedimiento de endoso en Chile hace muy fácil endosar un documento a un tercero y permitir su transacción en el mercado secundario.

Evidentemente el caso Inverlink impulsó una toma de conciencia de parte de los participantes del mercado chileno, incentivándose el uso del DCV para la liquidación de operaciones. A la fecha, la mayoría de los depósitos a plazo fijo son emitidos desmaterializadamente a través de esta entidad. Igualmente la Bolsa de Comercio de Santiago, ha comenzado a exigir el depósito en el DCV de los valores a transar en rueda.

6. Integridad

En el ámbito de los mercados de deuda existen dos áreas que merecen especial atención en relación a la integridad del mercado. La primera se refiere al uso de información privilegiada, y en general, a la asimetría de información existente entre los participantes respecto de real

³² La circular 599 de la SVS establece las estipulaciones que deben contener los contratos en cuestión para los intermediarios de valores.

³³ Ver www.fbe.be/Content/Default.asp?PageName=Text+of+the+agreement

³⁴ Ver www.isma.org

capacidad financiera del emisor. La segunda área, se refiere a la manipulación de mercado, entendida ésta como acciones encaminadas a generar precios artificiales en base a la simulación de fuerzas de oferta o demanda inexistentes

En el mercado de deuda de emisores privados, información tal como acontecimientos esenciales para el negocio de la firma pueden afectar su solvencia y con ello su valor. Este efecto es desde luego, reflejado en una menor o mayor clasificación de riesgo. De manera que esta asimetría de información es explícitamente considerada en la regulación, a través del requerimiento de la inmediata disposición de la información al público³⁵.

En el ámbito de instrumentos de deuda pública, en general la asimetría de información juega un rol más pequeño. La potencial asimetría de información en el área de información privilegiada viene dada por la difusión de información económica y, en el caso de Chile, también respecto de las cifras de inflación divulgadas por el Instituto Nacional de Estadísticas. La posibilidad de que ciertos agentes puedan conocer anticipadamente ciertos indicadores macroeconómicos clave, y transar con dicha información, constituye claramente, un uso indebido de información privilegiada. Como en todo caso de información privilegiada, es altamente difícil demostrar su uso indebido, lo que es exacerbado por la fragmentación y alta liquidez del mercado de deuda pública. Esta condición de este segmento del mercado, sugiere que resulta más eficiente la inversión en el establecimiento de controles sobre la fuente de información (v.g. Banco Central, INE)³⁶, que sobre el monitoreo de las transacciones en el mercado. No obstante, la mantención de controles internos de parte de los agentes, es una práctica que debe hacerse obligatoria.

En relación a la manipulación de mercado, siguiendo la terminología de la Directiva Europea (2003/6) en torno al uso de información privilegiada y manipulación de mercado, puede clasificarse en tres actividades: 1) manipulación basada en información, es decir originada en la calidad de la información disponible a los inversionistas, 2) información basada en acciones, que es aquella que busca promover una impresión artificial de actividad del mercado y, 3) manipulación basada en transacciones, en referencia a transacciones que envían señales equívocas respecto a las condiciones de oferta y demanda.

La regulación chilena prohíbe expresamente la manipulación de mercado basada en transacciones al indicar la ilegalidad de “*efectuar transacciones en valores con el objeto de estabilizar, fijar o hacer variar artificialmente los precios*”³⁷.

³⁵ Artículo 10° de la Ley del Mercado de Valores.

³⁶ La obtención y uso ilegal de los Informes de Política Monetaria del Banco Central de Chile, por parte del grupo Inverlink, es el ejemplo emblemático de este tipo de acción en Chile. Sin embargo también en los Estados Unidos, el caso que involucró a Goldman Sachs, es ilustrativo. En este caso Goldman Sachs fue acusado de obtener ilegalmente información relativa a la suspensión de la emisión de bonos a 30 años de la Tesorería, lo que le habría permitido hacer ganancias mediante la compra de estos instrumentos. Ver Robinson, E. en Bloomberg Markets (2004).

³⁷ Artículo 52° de la Ley del Mercado de Valores. El artículo 53° en tanto, prohíbe “*efectuar cotizaciones o transacciones ficticias respecto de cualquier valor, ya sea que las transacciones se lleven a cabo en el mercado de valores o a través de negociaciones privadas*”, así como “*efectuar transacciones o inducir o intentar inducir a la compra o venta de valores, regidos o no por esta ley, por medio de cualquier acto, práctica, mecanismo o artificio engañoso o fraudulento.*”

Los reglamentos y manuales de operación de las bolsas, en el marco de su función autorregulatoria, establecen disposiciones similares a las de ley y la normativa. De manera que, en términos de regulación de integridad, existen áreas que se yuxtaponen. No obstante, las bolsas agregan o deben agregar valor en este aspecto desde dos ámbitos. En primer lugar, por ser éstas las entidades que proveen los servicios de transacción, se encuentran en mejores condiciones para detectar, y en consecuencia sancionar, conductas indebidas. En segundo lugar, la reglamentación bursátil, y en especial sus manuales de operación, establecen reglas de carácter más técnico, tales como prioridad para la ejecución de órdenes, postura de órdenes, entrega de información o condiciones de liquidación, cuya dictación, supervisión y control, resultan más eficientes mantenerlas en manos de estas entidades.

Tratándose de los ambientes de transacción interbancarios en Chile, probablemente es reducido el espacio que las herramientas de regulación tradicionales podrían aportar. En efecto, el ambiente restringido, de participantes que transan repetidamente entre sí, implica la existencia de un mecanismo basado en la reputación que puede ser efectivo en reducir actitudes desleales, tales como manipulación de mercado o propagación de rumores. Precisamente uno de los argumentos sobre los cuales se basaría la negativa de la banca al acceso a sus plataformas, es que ello permite ejercer mecanismos de disciplina efectivos, porque precisamente el grado de visibilidad es mucho mayor con menos participantes operando.

CONCLUSIONES E INICIATIVAS

PRINCIPALES CONCLUSIONES

En Chile coexisten tres mercados de deuda, aislados en la práctica uno del otro, en donde los precios reflejan diferencias. El mercado en donde se evidencia un mayor volumen de transacciones, es el mercado interbancario, cuyas plataformas de transacción son principalmente “OTC Tasas”, el “mercado de puntas” y brokers, los cuales solamente operan con instrumentos del Banco Central. Aunque podría hacerse un paralelo con los mercados de dealers existentes en otros países, la forma de interacción con el resto de los agentes es, en general, a través de las bolsas de valores, y no en forma directa.

Precisamente las bolsas de valores, y principalmente la Bolsa de Comercio de Santiago, es el segundo mercado de transacción de deuda. Sus volúmenes de operación son relativamente menores a los del mercado interbancario, pero en éste se transan todo tipo de instrumentos de deuda. En tercer lugar hay un mercado de operaciones fuera de bolsa, cuyos protagonistas son inversionistas institucionales y especialmente intermediarios de valores.

La existencia de un mercado de deuda pública restringido a las entidades bancarias, es un arreglo inusual en contraste con otros mercados. Por un lado, estos importantes actores financieros constituyen una plataforma de transacción con alta liquidez, y fuera de ella ofrecen puntas a otros agentes (corredores principalmente). Sin embargo, paralelamente, la bolsa mantiene la transacción del resto de los instrumentos de deuda, incluidos los de deuda pública, estos últimos con un nivel de liquidez suficiente para mantener la competitividad de la bolsa en este segmento.

Sin embargo, la operatoria del mercado interbancario se acerca más a la estructura existente en otros países y da pie para una interrogante en relación al futuro del mercado de deuda pública. Se pueden aventurar diferentes escenarios que se presentarían si, por ejemplo, a las AFP se les autorizara para transar directamente con los bancos. Por un lado el volumen de transacciones podría trasladarse hacia los bancos, con lo cual los inversionistas institucionales operarían como clientes de aquellos. Pero por otro lado, los inversionistas institucionales, podrían mantener a las bolsas como principal centro de transacciones, en atención a una mejor transparencia y seguridad y, especialmente a sus servicios de compensación y liquidación.

INICIATIVAS

1. Desarrollar mecanismos que refuercen seguridad y transparencia en operaciones extrabursátiles no interbancarias

Tratándose de las operaciones no interbancarias, en términos de seguridad y transparencia existen importantes diferencias en comparación con el mercado bursátil. Las operaciones extrabursátiles que realizan inversionistas institucionales e intermediarios de valores carecen de regulaciones en cuanto a medidas de seguridad, básicamente en términos de riesgo operacional, y no existe transparencia alguna de precios. Adicionalmente, ello dificulta la supervisión de estas operaciones.

Una alternativa recomendable, sería liderar el desarrollo de un sistema que entregue información de precios post transacción, confirmación de órdenes, conexión a un sistema de liquidación de valores, como el DCV y de pagos, así como controles operativos mínimos. Puede ser factible explorar la posibilidad de que los agentes que operen fuera de bolsa, tengan la posibilidad de operar a través de “brokers” en un sistema independiente de la pantalla principal (interbancaria) de éstos.

Independientemente del esquema adoptado, todos los operadores deben mantener sus instrumentos depositados en el DCV. En el caso de corredores de bolsas, evidentemente existen operaciones reportadas como “fuera de bolsa”, pero cuyo origen son transacciones con clientes no financieros. Puede no ser eficiente, en ese caso, requerir la entrada a una plataforma de transacciones. Siendo ese el caso, los intermediarios deberían ser requeridos a reportar este tipo de operaciones, incluyendo los términos de la transacción.

2. Desarrollar requerimientos de reporte de información agregada en relación al mercado secundario.

La información disponible para los reguladores y para el público, en relación a las transacciones en el mercado secundario, constituyen un obstáculo para el adecuado diagnóstico del real estado del mercado. Un rol primordial en este aspecto le correspondería al Depósito Central de Valores, que debería constituirse como una fuente de centralización de información de volúmenes y precios transados. La información relevante debe contemplar al menos el origen de la operación según mercado, las operaciones globales por inversionista, el uso de operaciones de pactos y los canales de compensación y liquidación empleados en las operaciones.

3. Analizar la posibilidad de establecer una figura de market maker para bonos del Banco Central con el fin de reducir falta de liquidez coyuntural.

El mercado de deuda de instrumentos del Banco Central es en general líquido. Sin embargo, la liquidez puede perderse abruptamente durante eventos de alta volatilidad, incluso tratándose de papeles de alta liquidez como éstos. En dichas circunstancias es imposible transar montos relevantes. Para ello la figura de market maker puede cerrar la

discontinuidad ofreciendo puntas en forma continua. Sin embargo, se necesita idear un mecanismo que incentive a algunos agentes a llevar a cabo una labor de market maker. Puede estudiarse la posibilidad de acceder a licitaciones de bonos del Banco Central en forma preferente. La continuidad del mercado además, es vital para el desarrollo de un mercado de derivados renta fija.

4. Reforzar seguridad del mercado de pactos.

Debido al volumen de transacciones y su estructura operacional, el mercado de pactos es altamente vulnerable. El intercambio de fondos a través de operaciones de pactos, es el más grande en Chile. Sin embargo los bancos operan con contratos diferentes a los intermediarios de valores, generando un riesgo legal en caso de incumplimiento. Ambos contratos además difieren de los empleados según mejores prácticas a nivel internacional. Se debe emplear un contrato estandarizado para todos los participantes del mercado. Un contrato estandarizado tal como el diseñado por ISMA debería ser estudiado. Este un contrato global firmado entre las contrapartes.

Igualmente debe desarrollarse una regulación que requiera la transferencia de los valores objeto del pacto, con el fin de que el comprador spot del instrumento pueda contar en forma efectiva con el respectivo colateral. Esta iniciativa debería ser analizada en conjunto con los costos que puedan implicar las transferencias a través del DCV.

5. Desarrollar un sistema de compensación y liquidación multimercado con el fin de mejorar la seguridad del mercado y reducir su fragmentación.

Todos los participantes del mercado de deuda enfrentan un riesgo de liquidación innecesario que puede ser reducido implementando un sistema de compensación y liquidación de valores que sirva tanto a las operaciones en bolsa como a las operaciones interbancarias. Probablemente parte de la fragmentación de transacciones en el mercado de deuda se deba a la necesidad de reducir el riesgo de crédito de las contrapartes, por medio de una selección a priori de éstas. En este mismo sentido, los participantes más pequeños enfrentan un obstáculo al no poder acceder al sistema de control de riesgo de liquidación en el mercado fuera de bolsa (línea de crédito por la contraparte). Un sistema de compensación y liquidación multimercado, con adecuados controles de riesgo, permitiría igualar las condiciones de acceso al mercado secundario de deuda y con ello incrementar su liquidez.

6. Perfeccionar elementos tributarios que podrían entorpecer la participación de inversionistas institucionales extranjeros.

El artículo 18 bis de la Ley sobre Impuesto a la Renta no contempla a otros inversionistas institucionales distintos de los fondos mutuos y fondos de pensiones como inversionistas institucionales extranjeros elegibles para eximirse del pago del impuesto a las ganancias de capital provenientes de la enajenación de acciones con presencia bursátil y bonos o otros instrumentos de deuda emitidos en Chile. Una parte importante de los inversionistas

extranjeros que muestran gran dinamismo en términos de transacciones resultan ser los bancos, intermediarios de valores y hedge funds extranjeros, los cuales no se incluyen explícitamente en la ley. Sin embargo este cuerpo legal contempla la emisión de un Reglamento previo informe a la Superintendencia de Valores y Seguros, que incluya otro tipo de inversionistas. Este Reglamento debe ser emitido para ampliar el espectro de inversionistas institucionales que pueden acogerse a esta norma.

BIBLIOGRAFÍA

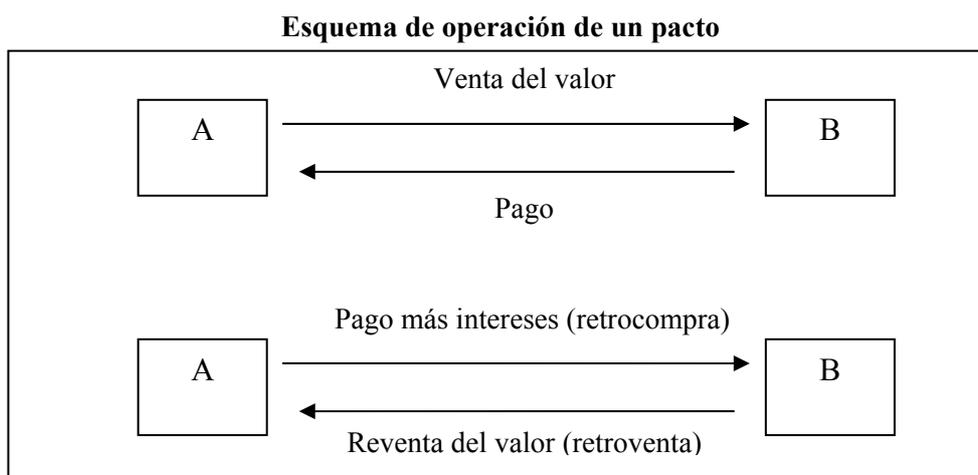
- Celent Communications. “Electronic Trading in European Fixed Income Markets”. 2004
- Deloitte & Touche. “IDA/CSA Market Survey on Regulation of Fixed Income Markets”. June 2002.
- European Central Bank. “The Euro Money Market”. Julio 2001
- Fondo Monetario Internacional (FMI) “Chile: Financial System Stability Assessment, including Reports on the Observance of Standards and Codes on the Following Topics: Monetary and Financial Policy Transparency, Banking Supervision, and Securities Regulation”. Agosto 2004.
- Garman, M. “Market Microstructure” Journal of Financial Economics, vol. 3, no. 3. Junio 1976
- International Organization of Securities Commissions (IOSCO). “Transparency of Corporate Bond Markets” - Report to the Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions. Mayo 2004.
- La Segunda. “Brusca Alza de Tasas Impacta en Negocio de Tesorería de los Bancos”. 9 de noviembre 2005.
- Madhavan, A. “Market Microstructure: A Practitioner’s Guide”. AIMR. 2002
- Martínez-Resano, José Ramón. “Size and Heterogeneity Matter. A Microstructure-Based Analysis of Regulation of Secondary Markets for Government Bonds”. Documentos Ocasionales N°0501. Banco de España. 2005
- Morales, L. y Fernández V. “Los Productos Derivados en Chile y su Mecánica”. Documento de Trabajo N° 49, Serie de Gestión, GEGES – DII, Universidad de Chile. 2003
- Mohanty, M.S. “Improving Liquidity in Government Bond Markets: What Can be Done?”. BIS Papers N° 11. Julio 2002
- Robinson, Edwards. “A Goldman Sachs Mystery”. Bloomberg Markets. Abril 2004.
- Ruth Heather L. “Address to the Japan Securities Dealers Association”. The Bond Market Association. Abril 2000.
- The Bond Market Association. “European Bond Pricing Sources and Services: Implications for Price Transparency in the European Bond Market”. Abril 2005.
- Viswanathan, S. y Wang, J. “Interdealer Trading in Financial Markets” Journal of Business, Vol. N°4. 2004

Anexo 1. Pactos de venta con compromiso de retrocompra y de compra con compromiso de retroventa³⁸

Bajo una operación de pactos, un participante recibe fondos en forma inmediata por medio de la venta de uno o más valores. Simultáneamente, el mismo participante, se compromete con su contraparte a recomprar el activo después de un período de tiempo especificado. La recompra se estructura de manera tal de considerar el cobro de una tasa de interés implícita pre establecida.

Desde la perspectiva de quien capta recursos vendiendo el instrumento esta operación adopta le nombre de venta con compromiso de retrocompra. Desde la perspectiva de su contraparte la operación es llamada compra con compromiso de retroventa. La denominación más común es simplemente bajo el nombre de “pactos”, en alusión al compromiso de venta y compra firmado por las partes.

La venta del instrumento en una operación de pactos, constituye en realidad la constitución de un colateral o garantía con el fin de cubrir el pago de la deuda. De esta manera, al existir una garantía y dependiendo de la naturaleza de ésta (según el emisor y su clasificación de riesgo) es posible que quienes perciban financiamiento a través de este esquema, lo puedan hacer a tasas muy cercanas a la tasa libre de riesgo.



En Chile, los reguladores autorizan los activos que pueden ser objeto de pactos. En el caso de corredores de bolsa y agentes de valores, los activos en cuestión se refieren a títulos emitidos por el Banco Central y la Tesorería, pagarés y depósitos bancarios, y otros instrumentos de deuda con clasificación de riesgo superior a BBB-. En el caso de los bancos, la SBIF establece que solamente los instrumentos emitidos por el Banco Central o la Tesorería, puede ser objeto de pactos.

³⁸ Este tipo de operaciones equivale a las conocidas como “Repurchase and Reverse Purchase Agreements” (REPOS), en los mercados de EEUU y Europa.

Regulación de operaciones de pactos de inversionistas institucionales

| Bancos | Observaciones |
|---|--|
| <ul style="list-style-type: none"> - Documentos emitidos por el Banco Central de Chile y por la Tesorería General de la República - Certificados de Depósito en dólares - Bonos de Reconocimiento - Otros instrumentos emitidos por Estados o bancos centrales extranjeros de países clasificados, al menos, en primera categoría de riesgo | <ul style="list-style-type: none"> - Plazos mínimos dependiendo del tipo de instrumento |
| Fondos de Pensiones | |
| <ul style="list-style-type: none"> - No están autorizados | |
| Fondos Mutuos | |
| <ul style="list-style-type: none"> - Títulos emitidos o garantizados por el Estado y el Banco Central de Chile - Títulos emitidos o garantizados por bancos e instituciones financieras nacionales - Títulos de deuda emitidos o garantizados por el Estado o el Banco Central de un país extranjero - Títulos de deuda emitidos o garantizados por entidades bancarias extranjeras o internacionales - Títulos de deuda inscritos en el Registro de Valores - Títulos de deuda de oferta pública emitidos por sociedades o corporaciones extranjeras | <ul style="list-style-type: none"> - Solamente compra con compromiso de retroventa - Clasificación mínima: A y N-2 - Plazo máximo 90 días - Solamente con bancos |
| Compañías de Seguro de Vida y Generales | |
| <ul style="list-style-type: none"> - No existe restricción | <ul style="list-style-type: none"> - Instrumentos comprados forma parte de la cartera de inversiones |
| Intermediarios de Valores | |
| <ul style="list-style-type: none"> - Títulos emitidos por el Banco Central de Chile y la Tesorería General de la República - Letras hipotecarias. - Títulos emitidos por bancos comerciales y sociedades financieras - Títulos de deuda inscritos en el Registro de Valores | <ul style="list-style-type: none"> - Clasificación mínima: BBB y N-3 |

Anexo 2. Instrumentos de deuda emitidos por el Banco Central de Chile

| Instrumento | Características | Unidad | vencimiento |
|--|---|---------------------|--------------------------|
| Pagarés Descontables del Banco Central de Chile (P.D.B.C.) | Descontado sobre el valor nominal | Pesos | Hasta 1 año |
| Pagarés Reajustables del Banco Central de Chile (P.R.B.C.) | Descontado sobre el valor nominal | Unidades de Fomento | Entre 90 y 360 días |
| Pagarés Reajustables del Banco Central de Chile con Tasa de Interés Flotante (P.T.F.) <i>(descontinuado)</i> | Cupón con pago principal e interés semestral en base a tasa TIP 90 a 360 días | Unidades de Fomento | Entre 1 y 15 años |
| Pagarés Reajustables del Banco Central de Chile con Pago en Cupones (P.R.C.) <i>(8 años en adelante descontinuado)</i> | Cupón con pago principal e interés semestrales. Tasa cupón 6%. | Unidades de Fomento | 8, 10, 12 , 14 y 20 años |
| Pagarés Reajustables en Dólares del Banco Central de Chile (P.R.D.) <i>(descontinuado)</i> | Bullet con interés semestral. Tasa cupón 6%. | Dólares | 2, 3 y 4 años |
| Cupones de Emisión Reajustables Opcionales (C.E.R.O.) en Unidades de Fomento. | Desagregación de PRC | Unidades de Fomento | Varios |
| Cupones de Emisión Reajustables Opcionales (C.E.R.O.) en Dólares. | Desagregación de PRD | Dólares | varios |
| Bonos del Banco Central de Chile en pesos (B.C.P.), | Bullet con interés semestral. Tasa cupón 8%. | Pesos | 2 y 5 años |
| Bonos del Banco Central de Chile en Unidades de Fomento (B.C.U.) | Bullet con interés semestral. Tasa cupón 5%. | Unidades de Fomento | 5, 10 y 20 años |
| Bonos del Banco Central de Chile en dólares (B.C.D.) | Bullet con interés semestral. Tasa cupón 5%. | Dólares | 2 y 5 años |
| Pagarés del Banco Central de Chile en dólares (P.C.X.) | Bullet con interés semestral. Tasa cupón 5%. | Dólares | 2, 3 y 4 años |
| Cupones de Emisión del Banco Central de Chile en Dólares (X.E.R.O.) | Desagregación de PCX | Dólares | varios |
| Bonos del Banco Central de Chile en dólares (B.C.X.) | Bullet con interés semestral. Tasa cupón 5%. | Dólares | 2 y 5 años |

Otras publicaciones electrónicas de la Superintendencia de Valores y Seguros

Estos documentos en formato pdf pueden obtenerse gratis en la dirección electrónica: www.svs.cl/sitio/html/publicaciones/f_publica.html.

Otros documentos de la Serie Documentos de Trabajo

- Nº1 "Competitividad de la Industria de Fondos Mutuos en Chile"
Vicente Lazen. Mayo 2004
- Nº2 "Desarrollo de las Emisiones de Efectos de Comercio en Chile"
Vicente Lazen, Francisco Santibáñez. Enero 2004
- Nº3 "Impacto de los Cambios Legales en el Ahorro Previsional Voluntario"
Cristian Eguiluz A., Jorge Mastrángelo. Dic. 2004
- Nº4 "Desarrollo de las Tomas de Control Corporativo en Chile después de la Ley Opas".
Vicente Lazen, Ana Cristina Sepúlveda. Nov. 2004

Documentos de la Serie Artículos y Notas Técnicas

- Nº1 "Introducción a la Supervisión basada en Riesgos"
Vicente Lazen. Sept. 2004
- Nº2 "Compensación y Liquidación de Valores y Gestión de Riesgo"
Vicente Lazen. Sept. 2004