

UNIVERSIDAD NACIONAL DE INGENIERIA  
PROGRAMA ACADÉMICO DE INGENIERÍA ECONÓMICA



TITULACION PROFESIONAL EXTRAORDINARIA

TRABAJO PROFESIONAL PARA OPTAR EL TÍTULO DE  
INGENIERO-ECONOMISTA

SEGUNDO ESTEBAN VITON RAMIREZ  
CÓDIGO No. 700039-H

LIMA - PERÚ  
1,983

## P R E S E N T A C I O N

El presente documento es uno de los últimos trabajos realizados en la empresa donde laboro, la Corporación Financiera de Desarrollo S.A. -COFIDE-, y forma parte de mi experiencia profesional a lo largo de más de siete años de actividad en el campo de la Economía. La presentación de este trabajo es con el objeto de optar el Título de Ingeniero Economista a base de las disposiciones aprobadas en Sesión de Consejo Ejecutivo Pleno de fecha 14 de Febrero de 1978, con las modificaciones aprobadas en Sesiones del 12 de Junio de 1978 y del 14 de Julio de 1982.

Como podrá apreciarse de la lectura del presente documento titulado "La Captación de Recursos Domésticos por COFIDE: Situación, Alternativas e Instrumentos Propuestos", el tema está referido al análisis de alternativas e instrumentos propuestos de captación, a fin de reactivar las operaciones crediticias directas de la Corporación y apoyar la actividad empresarial del país.

El documento tuvo su origen en dos aspectos: el primero se refiere a la baja captación de recursos en el mercado interno durante el primer trimestre del año en curso y la posterior eli-

minación, en la práctica, del Bono tipo "C" del mercado de capitales. El segundo aspecto, es la necesidad de diversificar las fuentes de recursos de la Corporación, desde de la perspectiva de una Institución Financiera de Desarrollo y en un mercado financiero formal agudamente competitivo. - Ante ésta situación y perspectivas, la Gerencia a mi cargo elaboró el presente documento, para su presentación ante el Comité de Créditos y el Directorio de la Institución, a fin de que se tomen decisiones a base de las recomendaciones su geridas.

Se pone a consideración de los distinguidos miembros del Jurado el documento referido,, el que se presenta a continua ción.



LA CAPTACION DE RECURSOS DOMESTICOS POR COFIDE :  
SITUACION, ALTERNATIVAS E INSTRUMENTOS PROPUESTOS

I N D I C E

|   | PAG. |
|---|------|
| PRESENTACION  |      |
| I. INTRODUCCION.....  | 1    |
| A. Finalidad.....   | 1    |
| B. Contenido del Informe.....   | 1    |
| II. LA CAPTACION DE AHORRO FINANCIERO.....                              | 3    |
| A. El Ahorro Financiero y su Distribucion.....                          | 3    |
| B. Algunas Preocupaciones.....  | 6    |
| III. LA CAPTACION DE RECURSOS DOMESTICOS POR COFIDE.....                | 10   |
| A. El Aporte de Capital.....  | 13   |
| B. El Programa Monetario.....   | 14   |
| C. El Bono Tipo "C".....  | 15   |
| D. Otros Valores.....   | 19   |
| IV. ALTERNATIVAS DE CAPTACION DE RECURSOS<br>DOMESTICOS POR COFIDE..... | 21   |
| A. Premisas Básicas.....  | 21   |
| B. Mejora del Bono Tipo "C".....  | 25   |
| C. Mecanismos de Mercado.....   | 29   |
| D. Mecanismos Institucionales.....                                      | 31   |

|      |  |    |
|------|--|----|
| V.   | INSTRUMENTOS DE CAPTACION PROPUESTOS.....  | 34 |
|      | A. El Bono Tipo "C" Modificado.....  | 34 |
|      | B. Bono en Moneda Nacional.....  | 37 |
|      | C. Bono en Moneda Nacional Reajutable.....   | 41 |
|      | D. Bono en Moneda Extranjera.....  | 45 |
|      | E. El Certificado de Depósito en Moneda<br>Nacional.....                           | 47 |
|      | F. El Certificado de Depósito Reajutable.....                                      | 48 |
|      | G. El Certificado de Depósito en Moneda<br>Extranjera.....                         | 49 |
| VI.  | CONCLUSIONES.....  | 51 |
| VII. | RECOMENDACIONES.....   | 54 |
|      | ANEXOS :   |    |
|      | 1. Proyecto de Ley para Modificar Característi -<br>cas del Bono Tipo "C"          |    |
|      | 2. Respuesta a Consulta Legal referente a Nuevos<br>Valores a emitirse por COFIDE. |    |

I. INTRODUCCION

A. Finalidad

1.1 El objeto del presente informe es presentar a los órganos de decisión de la Corporación: Comité de Créditos y Finanzas y luego a Directorio, propuestas de instrumentos de captación para reactivar la actividad de captación de la Corporación.

En la elaboración de las propuestas se ha tenido en consideración:

1. Marco legal vigente referente a la captación de recursos por las Instituciones Financieras.
2. Características y comportamiento de los distintos instrumentos de captación en el mercado.
3. La finalidad, funciones y operaciones que puede realizar la Corporación.
4. La crítica situación y perspectivas de la actividad crediticia y de la liquidez de COFIDE.

B. Contenido del Informe

1.2 El informe se ha dividido en cuatro partes básicas. En la primera se analiza brevemente el nivel de masa de recursos del ahorro financiero, <sup>1/</sup> identificando cuáles son los instrumentos que han mostrado el mayor crecimiento, y por tanto, mayor aceptación del público ahorrista. También se analiza la distribución del ahorro por Instituciones Financieras y se menciona algunas preocupaciones que se tiene referente al Sistema Financiero.

-----

<sup>1/</sup> Se le va a definir como la suma del cuasidinero en moneda nacional más los depósitos en moneda extranjera de una persona o empresa en el Sistema Financiero Nacional.

En la segunda parte, se ha estudiado el comportamiento - de la captación de recursos por COFIDE en el mercado do méstico y qué perspectivas denota la actual estrategia - de captación interna. Se revisa el Bono Tipo "C" como - instrumento del mercado de capitales y su vinculación - con el comportamiento del mercado secundario de este va lor.

A base de lo presentado en las dos primeras partes y de premisas esbozadas en una tercera, se presentan alterna- tivas de captación dentro de tres tipos de orientaciones: a base del Bono Tipo "C", mecanismos de mercado con o - sin apoyo monetario y/o fiscal y mecanismos instituciona- les.

En una cuarta parte se presentan siete propuestas de ins- trumentos de captación que son: un nuevo Tipo "C", un Bono en Moneda Nacional, Bono en Moneda Nacional Reajus- table, Bono en Moneda Extranjera, Certificado de Depósi- to en Moneda Nacional, Certificado de Depósito Reajusta- ble y el Certificado de Depósito en Moneda Extranjera. - Los cuatro primeros necesitan apoyo fiscal y/o monetario.

Finalmente se esbozarán las conclusiones y recomendacio- nes que se proponen al Comité de Créditos y Finanzas y posteriormente al Directorio de la Corporación.



II. LA CAPTACION DE AHORRO FINANCIERO

## II. LA CAPTACION DE AHORRO FINANCIERO

### A. El Ahorro Financiero y su Distribución por Instrumentos

- 2.1 El total del Ahorro Financiero, captado por los Intermediarios Financieros, ha venido creciendo a tasas reales de 31.6% en 1980, 13.7% en 1981 y 12.9% en 1982 (véase Cuadro N° 1). Este comportamiento, entre otras razones, reflejó la elevación de las tasas de interés respecto - al nivel de 1979 y el traslado de fondos de circulante y depósitos a la vista a depósitos de cuasidinero.
- 2.2 En el primer cuatrimestre del año en curso, el ahorro muestra una disminución apreciable. La caída es de - 18.9% a fines de Abril respecto a fines de diciembre de 1982, debiéndose principalmente a: tasa de interés - real negativa para el ahorro en moneda nacional; la - caída del ingreso y la desconfianza del público en las Instituciones Financieras.
- 2.3 En el mercado se observa que el ahorrista viene prefi - riendo el ahorro en Certificado Bancario de Moneda Extranjera (CBME) o en billete dólar, que el ahorro en un instrumento en moneda nacional <sup>1/</sup>. Ello es perfectamen - te explicable porque la rentabilidad del ahorro en mone - da extranjera es muy superior (casi dos veces) que lo que se puede obtener por un depósito en moneda nacional.

---

1/ La decisión de un ahorrista para hacerlo en moneda nacional o - extranjera, en uno u otro depósito en el mercado formal o infor - mal del dinero, dentro o fuera del país, depende de cuatro factores básicos:

- a) La rentabilidad esperada de su dinero
- b) La liquidez de su depósito
- c) Las expectativas del ahorrista respecto a la situación - económica, financiera y política del país.
- d) Los servicios, imagen y solidez de las Instituciones Fi - nancieras.

CUADRO N° 1  
EL AHORRO FINANCIERO 1980 - 1982

|                                    | <u>Dic.</u><br><u>1980</u> | <u>Dic.</u><br><u>1981</u> | <u>Dic.</u><br><u>1982</u> | <u>Abr.</u><br><u>1983</u> |
|------------------------------------|----------------------------|----------------------------|----------------------------|----------------------------|
| - miles millones de soles -        |                            |                            |                            |                            |
| 1. Moneda Nacional                 | <u>449</u>                 | <u>970</u>                 | <u>1,691</u>               | <u>1,724</u>               |
| Depósitos de Ahorro                | 177                        | 434                        | 816                        | 778                        |
| Depósitos Plazo                    | 111                        | 213                        | 435                        | 468                        |
| Cédulas Hipotecarias               | 106                        | 241                        | 322                        | 345                        |
| Otros                              | 55                         | 82                         | 118                        | 133                        |
| 2. Moneda Extranjera               | <u>380</u>                 | <u>658</u>                 | <u>1,491</u>               | <u>1,823</u>               |
| * Millones U.S.                    | 1,112 *                    | 1,298 *                    | 1,506 *                    | 1,356 *                    |
| 3. TOTAL                           | <u>829</u>                 | <u>1,628</u>               | <u>3,182</u>               | <u>3,547</u>               |
| - miles millones soles Dic. 1980 - |                            |                            |                            |                            |
| 1. Moneda Nacional                 | <u>449</u>                 | <u>562</u>                 | <u>566</u>                 | <u>420</u>                 |
| Depósitos de Ahorro                | 177                        | 251                        | 273                        | 189                        |
| Depósitos Plazo                    | 111                        | 124                        | 145                        | 114                        |
| Cédulas Hipotecarias               | 106                        | 140                        | 108                        | 84                         |
| Otros                              | 55                         | 47                         | 40                         | 33                         |
| 2. Moneda Extranjera               | <u>380</u>                 | <u>381</u>                 | <u>499</u>                 | <u>444</u>                 |
| 3. TOTAL                           | <u>829</u>                 | <u>943</u>                 | <u>1,065</u>               | <u>864</u>                 |
| - Variación Real % -               |                            |                            |                            |                            |
| 1. Moneda Nacional                 | 14.5                       | 25.2                       | 0.7                        | - 25.8                     |
| Depósitos de Ahorro                | 27.3                       | 41.8                       | 8.7                        | - 30.7                     |
| Depósitos Plazo                    | 19.3                       | 11.7                       | 16.9                       | - 21.4                     |
| Cédulas Hipotecarias               | 11.6                       | 32.0                       | - 32.9                     | - 22.2                     |
| Otros                              | - 15.4                     | - 15.5                     | - 14.9                     | - 17.5                     |
| 2. Moneda Extranjera               | 59.7                       | 0.2                        | 31.0                       | - 11.0                     |
| 3. TOTAL                           | 31.6                       | 13.7                       | 12.9                       | - 18.9                     |

-----

FUENTE : BCR

Durante 1981 el ahorrista en moneda nacional percibía un rendimiento efectivo entre 56.9% y 71.2%; el de moneda extranjera una rentabilidad promedio alrededor de 71.0% <sup>1/</sup> En 1982, el ahorro en moneda nacional otorgó un rendimiento entre 61.6% y 73.3%, el de moneda extranjera 114.3%. <sup>2/</sup> En los primeros cuatro meses del año 1983, la rentabilidad del CBME pasó a ser a tasa anual 165% <sup>3/</sup> por lo que resulta evidente que el ahorro en moneda extranjera sea más atractivo para el ahorrista.

2.4 Además, de las cifras del Cuadro N° 1 se observa que el ahorro financiero total está distribuido, al 30 de abril de 1983, en 49% en moneda nacional y 51% en moneda extranjera; es decir, una abultada dolarización de nuestro sistema financiero. En soles constantes de diciembre de 1980, el nivel de ahorro en moneda nacional a fines de Abril de 1983 es menor al nivel de fines de 1980. En términos de dólares U.S. el ahorro en moneda extranjera para el mismo período, ha pasado de 1,112 millones de dólares en diciembre de 1980 a 1,356 en Abril de 1983.

2.5 Los cuatro principales instrumentos con los que capta recursos el Sistema Financiero son:

a) El depósito de ahorro; instrumento que es utilizado por el Sistema Bancario, las Mutuales y las Cooperativas de Ahorro y Crédito. Los ahorros otorgan un rendimiento efectivo entre 56.9% - 67.4%.

A fines de diciembre de 1982, alcanzó un nivel de 816 mil millones de soles distribuidos principalmente entre la Banca Comercial <sup>4/</sup> (72% de la captación)

---

<sup>1/</sup> Libor promedio de 16.8% - 1% y devaluación anual de 47.7%

<sup>2/</sup> Libor promedio de 12.9% - 1/2% y devaluación anual de 90.7%

<sup>3/</sup> Libor promedio de 8% - 1/2 y devaluación anualizada de 153%

<sup>4/</sup> Tiene más de 5.4 millones de libretas de ahorro, pero más de 2.0 millones de ellas tienen saldos que no superan los cinco mil soles. Sólo entre un 1 y 2% de las libretas tienen el nivel máximo permitido en ahorros.

Mutuales (16%) y el Banco Agrario (7.5%). Este último mostró el mayor dinamismo en la captación de recursos vía este instrumento.

- b) El depósito a plazo: este instrumento es utilizado principalmente por el Sistema Bancario, las Empresas Financieras Privadas y las Mutuales. Estos depósitos otorgan un rendimiento efectivo entre 67.4% - 73.2%. A fines de diciembre de 1982 alcanzó un nivel de 435 mil millones de soles, correspondiendo a las Empresas Financieras Privadas el 44%, a las Mutuales el 38% y el resto al Sistema Bancario.
- c) La Cédula Hipotecaria: el instrumento es utilizado básicamente por el Banco Central Hipotecario y la Caja de Ahorros de Lima. A fines de diciembre de 1982, alcanzó un nivel de 322 mil millones de soles. El instrumento otorga una tasa efectiva de 62%, razón por la cual el saldo real de ahorro por este instrumento en marzo de 1983 es 36% menos que el nivel que alcanzó 15 meses atrás (diciembre de 1981). El 88% de la captación de recursos vía cédulas, los realiza el Banco Central Hipotecario y el 12% la Caja de Ahorros.
- d) El Certificado Bancario en Moneda Extranjera, es el principal instrumento en que se realizan los ahorros en moneda extranjera y son emitidos por el Sistema Bancario. A fines de diciembre de 1982, el saldo era de 1,293 millones de dólares, estando distribuidos principalmente en el Banco de Crédito (25.3%), el Banco Continental (17.9%), el Banco Popular (9.2%) el Banco Wiese (7.5%), el Banco de la Nación (7%).

## B. Algunas Preocupaciones

Del comportamiento y orientación que se manifiesta en el mercado financiero, creemos necesario manifestar algunas preocupa -

ciones que deberían tenerse en cuenta para mejorar la acción del Sistema Financiero en el desarrollo económico del país:

- 2.6 Se ha permitido y se sigue permitiendo una abultada dolarización en nuestra economía, que represente realmente una "bomba de tiempo" en el sistema, de perderse la confianza en el Sistema Financiero, el manejo de las - reservas y el manejo fiscal. Tener depósitos en moneda extranjera en igual suma que el ahorro financiero - en moneda nacional, es en la práctica contrario a darle un papel importante en el sistema al dinero nacio-nal.
- 2.7 La tasa de interés del sistema se mantiene en 55% - anual, cuando la inflación y devaluación anualizada de los cuatro primeros meses ya ha rebasado cualquier tasa de interés efectiva en moneda nacional. La tasa de interés del sistema tendría que elevarse a 70 puntos, - al menos.
- 2.8 Todos los instrumentos de ahorro que se ofrecen al público son a corto plazo y excesivamente líquidos. Al unificar la tasa de interés en 55% para cualquier depósito, motivó la desaparición de la estructura de intereses por plazos de los depósitos (véase Cuadro N° 2), porque 73% de interés efectivo se puede conseguir por un depósito a una semana y es la misma que se obtiene si lo hiciera a un plazo de un año.
- 2.9 Las tasas de inflación y devaluación altas, sumadas a expectativas de tasas mayores y una única tasa de interes pasiva (55%), ha desaparecido el ahorro a mediano y largo plazo; y por tanto, el financiamiento de la inversión está seriamente limitada, dificultando por un lado la implementación sana de programas de inversión de las empresas, y por otro, la labor de la Banca de - Fomento y COFIDE para captar recursos a mediano plazo.

## CUADRO N° 2

**RELACION ENTRE LAS TASAS PASIVAS MINIMAS Y MAXIMAS**  
**DEL SISTEMA FINANCIERO**

|    | <u>Periodo</u> | <u>Ida</u> | <u>Idp</u> | <u>Ida/Idp</u> | <u>Ida*/Idp*</u> |
|----|----------------|------------|------------|----------------|------------------|
| 1. | Hasta 30.06.76 | 5.0        | 11.5       | 2.30           | 2.37             |
| 2. | Hasta 28.02.77 | 9.0        | 17.0       | 1.88           | 1.97             |
| 3. | Hasta 31.07.78 | 11.5       | 19.0       | 1.65           | 1.72             |
| 4. | Hasta 31.10.78 | 23.5       | 31.0       | 1.32           | 1.40             |
| 5. | Hasta 31.01.79 | 29.0       | 37.0       | 1.27           | 1.37             |
| 6. | Hasta 04.01.81 | 30.5       | 38.5       | 1.26           | 1.35             |
| 7. | Hasta 14.05.81 | 50.5       | 58.5       | 1.16           | 1.28             |
| 8. | Hasta 01/82    | 50.5       | 55.5       | 1.09           | 1.19             |
| 9. | .....          | 55.0       | 55.0       | 1.00           | 1.05             |

-----

*ida: Tasa de interés de ahorro en Banca Comercial*

*idp: Tasa de interés por depósito a plazo en Empresas Financieras*

\* *Tasas efectivas*

FUENTE: BCR

2.10 Dentro del mercado financiero, el mercado secundario de valores está seriamente deprimido, las transacciones reales tienen un ritmo y volumen que es la tercera parte del movimiento de 1981. A su vez, esto dificulta la colocación primaria de nuevos valores, ya que la Bolsa de Valores es tan delgada que no otorga un adecuado nivel de liquidez a las emisiones primarias.



III.

LA CAPTACION DE RECURSOS DOMESTICOS

POR COFIDE

### III LA CAPTACION DE RECURSOS DOMESTICOS POR COFIDE

- 3.1 La Corporación Financiera de Desarrollo fue creada como empresa pública por el Decreto Ley 18807; diez años más tarde se la transformó en una empresa estatal de derecho privado, bajo la forma de sociedad anónima (artículo 23° del Decreto Legislativo 206, Ley del Sistema de Fomento y Apoyo Financiero al Desarrollo Empresarial). Según este Decreto Legislativo (art. 24°) se le otorga a COFIDE la finalidad de contribuir al desarrollo integral del país, mediante la captación de ahorro e intermediación financiera para asignarlo junto con sus propios recursos a la promoción de proyectos y al financiamiento de nuevas empresas o de empresas en funcionamiento en concordancia con las políticas y planes que establezca el Estado.
- 3.2 Para cumplir con su finalidad la Corporación ha captado ahorro doméstico, mediante colocación de valores, por una suma de 51 mil millones de soles, siendo toda esta captación en moneda nacional y viene a representar un 1.5% del total de Ahorro Financiero Nacional. El total de recursos internos que COFIDE captó durante el período 1971-1983 \* incluyendo el crédito monetario del Banco Central de Reserva y Aportes de Capital, es de 102 mil millones de soles corrientes y de 839 mil millones de soles a precios de promedio Enero-Abril de 1983 (véase Cuadro N° 3 y 4).
- 3.3 Considerando el total de captación de recursos internos podemos delinear tres etapas:
- a) Desde la creación de COFIDE en 1971 y hasta 1975, los recursos internos se obtuvieron vía Acciones "A", "C" y "D".<sup>1/</sup> (un apoyo directo del Gobierno Central).

\* A Abril de 1983

<sup>1/</sup> Las Acciones "A" fueron los aportes del Gobierno Central vía Tesoro. Las Acciones "C" fueron preferenciales y suscritas por el público, y las Acciones "D", que fueron emitidas por los intereses de los Bonos de la Deuda Agraria. Más tarde las Acciones "C" y "D" fueron transformadas en Bonos Tipo "C" en 1975 y 1981 respectivamente.

CUADRO N° 3

**COFIDE : CAPTACION DE RECURSOS EN MONEDA NACIONAL**

Millones de Soles

| Año          | Acc. "A"        | Acc. "D"       | $\frac{1+2}{7}$ | Créd. BCR       | $\frac{3}{7}$ | Bonos "C"       | Comunid. Laborales | Bonos Reivers. | $\frac{4+5+6}{7}$ | Total            |
|--------------|-----------------|----------------|-----------------|-----------------|---------------|-----------------|--------------------|----------------|-------------------|------------------|
|              | (1)             | (2)            |                 | (3)             |               | (4)             | (5)                | (6)            |                   | (7)              |
| 1971         | 1,085.3         | -              | 81.1%           | -               | -             | 252.7           | -                  | -              | 18.9%             | 1,338.0          |
| 1972         | 18.1            | 272.0          | 52.0%           | -               | -             | 103.6           | -                  | 164.0          | 48.0%             | 557.7            |
| 1973         | 310.8           | 261.5          | 66.3%           | -               | -             | 220.7           | -                  | 70.5           | 33.7%             | 863.5            |
| 1974         | 801.5           | 184.2          | 77.7%           | -               | -             | 198.0           | -                  | 84.4           | 22.3%             | 1,268.1          |
| 1975         | 2,014.7         | 98.3           | 84.1%           | -               | -             | 263.8           | 185.7              | (50.2)         | 15.9%             | 2,512.4          |
| 1976         | 2,883.4         | 90.1           | 40.4%           | 3,200.0         | 43.5%         | 1,054.7         | 12.7               | 111.3          | 16.7%             | 7,352.2          |
| 1977         | 1,354.0         | 98.0           | 36.1%           | 2,260.0         | 56.2%         | 255.8           | 21.8               | 28.7           | 7.7%              | 4,018.3          |
| 1978         | 1,089.0         | 48.3           | 29.3%           | 1,927.0         | 49.9%         | 445.4           | 271.3              | 90.8           | 20.8%             | 3,871.8          |
| 1979         | 2,239.0         | 600.0          | 28.9%           | 2,506.0         | 25.5%         | 4,335.8         | 31.7               | 113.5          | 45.6%             | 9,826.0          |
| 1980         | 1,650.0         | 700.0          | 18.9%           | 4,300.0         | 34.7%         | 4,977.0         | 946.9              | (174.2)        | 46.4%             | 12,399.7         |
| 1981         | 833.0           | 28.8           | 4.9%            | 6,000.0         | 34.3%         | 10,607.0        | 58.4               | (39.1)         | 60.8%             | 17,488.1         |
| 1982         | -               | -              | -               | 8,000.0         | 28.2%         | 20,065.5        | 5.4                | 262.6          | 71.8%             | 28,333.5         |
| 1983*        | -               | -              | -               | 6,000.0         | 49.4%         | 6,148.5         | 1.5                | 3.0            | 50.6%             | 12,153.0         |
| <b>TOTAL</b> | <b>14,278.8</b> | <b>2,381.2</b> |                 | <b>34,193.0</b> |               | <b>48,928.5</b> | <b>1,535.4</b>     | <b>665.3</b>   |                   | <b>101,973.2</b> |

\* A Abril 1983

NOTA: Con respecto a Bonos Tipo "C" en los años 1971 hasta 1974 son las Acciones "C" que posteriormente fueron convertidos en Bonos Tipo "C". Los saldos son netos incluyendo la redención y sin el canje de Acciones "D".

CUADRO N° 4

COFIDE : CAPTACION DE RECURSOS EN MONEDA NACIONAL

Millones de Soles (1)

| Año   | Acc. "A"<br>(1) | Acc. "D"<br>(2) | $\frac{1+2}{7}$ | Créd. BCR<br>(3) | $\frac{3}{7}$ | Bonos "C"<br>(4) | Comunid.<br>Laborales<br>(5) | Bonos<br>Reinvers.<br>(6) | $\frac{4+5+6}{7}$ | Total<br>(7) |
|-------|-----------------|-----------------|-----------------|------------------|---------------|------------------|------------------------------|---------------------------|-------------------|--------------|
| 1971  | 64,281.9        |                 | 81.1%           | -                | -             | 14,952.7*        |                              |                           | 18.9%             | 79,171.6     |
| 1972  | 1,000.0         | 15,027.6        | 52.0%           | -                | -             | 5,723.8          |                              | 9,060.8                   | 48.0%             | 30,812.2     |
| 1973  | 15,596.9        | 13,207.1        | 66.3%           | -                | -             | 11,146.5         |                              | 3,560.6                   | 33.7%             | 43,511.1     |
| 1974  | 34,547.4        | 7,939.7         | 77.7%           | -                | -             | 8,534.5          |                              | 3,637.9                   | 22.3%             | 54,659.5     |
| 1975  | 70,444.1        | 3,437.1         | 84.1%           | -                | -             | 9,223.8          | 6,493.0                      | (1,755.2)                 | 15.9%             | 87,842.8     |
| 1976  | 75,481.7        | 2,358.6         | 40.4%           | 83,769.6         | 43.5%         | 27,609.9         | 332.5                        | 2,913.6                   | 16.1%             | 192,465.9    |
| 1977  | 25,643.9        | 1,856.1         | 36.1%           | 42,803.0         | 56.2%         | 4,844.7          | 412.9                        | 543.6                     | 7.7%              | 76,104.2     |
| 1978  | 13,136.3        | 582.6           | 29.2%           | 23,244.9         | 49.9%         | 5,372.7          | 3,272.6                      | 1,095.3                   | 20.1%             | 46,704.4     |
| 1979  | 16,038.7        | 4,298.0         | 28.9%           | 17,951.3         | 25.5%         | 31,058.7         | 227.1                        | 813.0                     | 45.6%             | 70,386.8     |
| 1980  | 7,425.7         | 3,150.3         | 18.9%           | 19,351.9         | 34.7%         | 22,398.7         | 4,261.5                      | (784.0)                   | 46.4%             | 55,804.1     |
| 1981  | 2,137.0         | 73.9            | 4.9%            | 15,392.5         | 34.3%         | 27,211.4         | 149.8                        | (100.3)                   | 60.8%             | 44,864.3     |
| 1982  | -               | -               | -               | 12,478.6         | 28.2%         | 31,298.6         | 8.4                          | 409.6                     | 71.8%             | 44,195.2     |
| 1983  | -               | -               | -               | 6,000.0          | 49.4%         | 6,148.5          | 1.5                          | 3.0                       | 50.6%             | 12,153.0     |
| TOTAL | 325,670.6       | 51,931.0        |                 | 220,991.8        |               | 205,524.5        | 15,159.3                     | 19,397.9                  |                   | 838,675.1    |

(1) IPC promedio Enero - Abril 1983 = 100.0

FUENTE : Cuadro N° 3

- b) En 1976 se inicia el apoyo del BCR vía Programa Monetario y que juntamente con los aportes de capital vía Acciones "A", son hasta 1978 las dos fuentes de recursos internos más importantes para COFIDE.
- c) Desde 1979, COFIDE habría entrado a una etapa de "madurez" puesto que los valores emitidos por la institución, principalmente el Bono Tipo "C", vienen a constituirse en la fuente principal de recursos en moneda nacional seguido del crédito del BCR.

Veamos a continuación, con un poco de más detalle, cada una de las fuentes de recursos internos y su costo financiero actual.

#### A. El Aporte de Capital

- 3.4 El Gobierno Central dió aporte de capital a COFIDE, vía Acciones "A", todos los años durante el período 1971-1981. En 1982 y 1983 no ha habido aporte de capital. La suma de fondos por este concepto ha sido en soles corrientes 14,279 millones de soles y de 326 mil millones de soles de 1983.

La Corporación a lo largo de sus doce años de actividad, ha conformado un patrimonio de 150 mil millones de soles (a fines de Abril), monto de patrimonio que sólo es superado por dos Instituciones Financieras en el país: el Banco de la Nación y el Banco Agrario.

- 3.5 El costo financiero del aporte de capital o de cada unidad del patrimonio es realmente el costo de oportunidad del dinero en el mercado financiero, lo cual nos llevaría a mencionar que la rentabilidad de cada operación activa financiada con recursos de patrimonio debería de ofrecer este año un rendimiento de más de tres dígitos para que la Corporación no se descapitalice.

Esto nos lleva a pensar que existe un cierto deterioro del patrimonio, pudiendo obtenerse a la vez utilidades contables.

B. El Programa Monetario

- 3.6 El Banco Central de Reserva comenzó a otorgar recursos - vía Programa Monetario a la Corporación desde 1976, convirtiéndose desde ese año en una fuente estructural de recursos internos para la Corporación. En promedio en los últimos años (1981-1982), el crédito del BCR ha representado para COFIDE el 30.5% de los soles captados, y en promedio entre 1976-1983 los recursos del BCR representaron el 33.9% del total de captación de la Corporación en el período 1971-1983.
- 3.7 Es de mencionar que al 15 de abril de 1983 el saldo del crédito monetario del BCR a COFIDE representa el 7% del crédito al Gobierno Central, el 11% del Banco Agrario, el 18% del Banco Industrial, 33% del crédito al Banco de la Nación. La suma total que el Banco Central ha otorgado a COFIDE hasta la fecha es de 34 mil millones, correspondiendo 6 mil millones al presente ejercicio. Dicha cifra es menor en 34 mil millones de la que la Presidencia de COFIDE ha solicitado a la Presidencia del BCR a fines de 1982, considerando el alto grado de incertidumbre en la captación de recursos y en la recuperación de los créditos otorgados.
- 3.8 El costo financiero de los recursos del Programa Monetario es moderado para COFIDE: 51.1% (42% de interés nominal) lo cual ha permitido que el costo de capital de la mezcla (aporte de capital, crédito BCR y valores de renta fija emitidos) dé un costo razonable para otorgar los créditos a mediano y largo plazo.

### C. El Bono Tipo "C"

3.9 El Decreto Ley 21020 del 17.12.74, autorizó a la Corporación a emitir valores nominativos en moneda nacional, de nominados Bonos Tipo "C" y que otorga a su comprador primario un beneficio tributario de 35% de la inversión.<sup>1/</sup>

A 1982, el Bono Tipo "C" se convirtió después de ocho años de introducirlo en el mercado financiero, en el primer valor de renta fija a largo plazo en el sistema, el primer título y primera obligación transada en Bolsa.

3.10 Mediante el Bono Tipo "C", COFIDE captó recursos en moneda nacional a largo plazo (promedio 8.75 años) por una suma de 49 mil millones de soles corrientes y 206 mil millones de soles constantes a precios de 1983, y con estos recursos financia parte del componente nacional de las inversiones de las empresas públicas y privadas.

En los dos últimos ejercicios la colocación de Bonos Tipo "C" otorgó a COFIDE el 61% y 71% para 1981 y 1982, de los recursos captados en moneda nacional en los años mencionados.

3.11 El Bono Tipo "C", instrumento que dinamizaba el mercado de capitales y principal fuente de recursos en moneda nacional para la Corporación, ha sido paulatinamente eliminado del mercado financiero. Los principales factores que han condicionado la desaparición del Bono "C" del mercado son:

a) Aceleramiento, desde abril de 1982 de las minidevaluaciones, lo cual determina una elevada rentabilidad de los Certificados Bancarios en Moneda Extranjera (CBME), desplazando todo tipo de ahorro en moneda nacional y elevando el costo de oportunidad del dinero.

---

<sup>1/</sup> El 35% de la inversión es considerado como pago a cuenta del impuesto a la renta.

Comparativamente, entre abril 81 - abril 82, la tasa anual de devaluación fué 50.4%, entre abril 82 - abril 83, la tasa pasó a 121%.

- b) El alto costo de oportunidad de una inversión en dólares y disminución de la liquidez, han determinado una sensible baja de la negociación y cotización del Bono Tipo "C" en Bolsa. Esta situación dificulta seriamente la colocación primaria, por la íntima vinculación que existe entre el mercado primario y secundario de valores.

En términos reales, la transacción de Bonos "C" en Bolsa en el primer cuatrimestre de este año, ha sido 66% de la transacción efectiva en similar período del año pasado. La cotización promedio en los primeros cuatro meses del año ha sido de 62%,<sup>1/</sup> pero con tendencia a la baja llegando a 55%, once puntos debajo del mínimo deseable (66%).

- c) Mediante Ley 23501 del 30 de noviembre de 1982, se elimina el Impuesto de Cuarta y Quinta Categoría, reduciéndose el mercado del Bono Tipo "C" en un 40%, afectando en esencia la captación de recursos provenientes de las personas naturales.
- d) Mediante Ley 23592 del 19 de abril de 1983, se autoriza la emisión por parte del Tesoro de los Bonos de Reconstrucción Serie "B", que viene a ser en la práctica un Bono Tipo "C" con una mejor tasa de interés y un plazo menor (dos años).

Las Leyes N<sup>o</sup>s. 23501 y 23592 han eliminado el Bono "C" y por ende, han quitado a COFIDE su principal instrumento de captación de recursos en moneda nacional.

---

<sup>1/</sup> El promedio de la cotización de los primeros cuatro meses de 1982 fue de 71%, cinco puntos por encima del mínimo deseable (66%) lo cual hacía atractivo el valor.



3.12 La Corporación Financiera de Desarrollo S.A., sólo ha podido captar 6,147 millones de soles en Bonos Tipo "C" en el presente año, en comparación con los 16,392 millones captados entre enero-abril de 1982. (Véase Cuadro N° 5). En términos reales significa 20% de lo captado en similar período del año anterior.

Brevemente se puede señalar los factores que han determinado esta reducida captación.

- a) La oportunidad de invertir en dólares con una alta rentabilidad y liquidez.
- b) Disminución de las utilidades de las empresas en 1982 y dificultades de liquidez en las mismas.
- c) Disminución de la liquidez y cotización de los Bonos Tipo "C" en Bolsa desde agosto de 1982 (se cotizan debajo del nivel crítico de 66%).
- d) Programas de reinversión de las empresas que conformarían activos no monetarios con beneficios tributarios, frente a una inversión monetaria que se diluye con tasas de inflación altas.
- e) Elevación de la unidad tributaria para el pago de regularización del Impuesto a la Renta respecto al Ejercicio 1982, lo que disminuye el Impuesto a la Renta a pagar, y por ende, la necesidad de crédito tributario:
- f) Las expectativas de mayores tasas de inflación y devaluación que las del año pasado y que determinan la desaparición de interés del público para ahorrar a mediano plazo.
- g) La incertidumbre de lo que podía pasar con el Bono "C" al haberse eliminado los impuestos a la renta de cuarta y quinta categoría, el proyecto de los Bonos de Reconstrucción Serie "B" e introducción por parte del Instituto Emisor de instrumentos reajustables.

## CUADRO N° 5

## COLOCACION PRIMARIA DE BONOS "C" 1981 - 1983

|                | <u>1981</u>           | <u>1982</u> | <u>1983</u> |
|----------------|-----------------------|-------------|-------------|
|                | - millones de soles - |             |             |
| Enero          | 690.0                 | 3,695.9     | 1,608.0     |
| Febrero        | 712.3                 | 2,569.5     | 521.6       |
| Marzo          | 2,526.8               | 6,882.8     | 3,023.0     |
| Abril          | 3,157.3               | 3,243.9     | 994.0       |
| Mayo-Diciembre | 3,719.7               | 3,900.2     | -.-         |
| TOTAL          | 10,806.1              | 20,292.3    | 6,146.6     |

## - estructura % -

|                |       |       |       |
|----------------|-------|-------|-------|
| Enero-Abril    | 65.6  | 80.8  | 100.0 |
| Mayo-Diciembre | 34.4  | 19.2  | -.-   |
| TOTAL          | 100.0 | 100.0 | 100.0 |

## - devaluación % \* -

|                |      |       |       |
|----------------|------|-------|-------|
| Enero-Abril    | 65.8 | 73.4  | 153.0 |
| Mayo-Diciembre | 40.3 | 107.1 |       |
| TOTAL          | 48.3 | 95.2  |       |

## - cotización % -

|                |      |      |         |
|----------------|------|------|---------|
| Enero-Abril    | 72.6 | 70.4 | 61.7 ** |
| Mayo-Diciembre | 76.3 | 63.8 |         |
| TOTAL          | 75.4 | 66.3 |         |

\* A tasa anual

\*\* En Abril se situó la cotización en 57%

FUENTE : COFIDE - BCR - BVL

h) Finalmente, la inflexibilidad de la rentabilidad del Bono "C" (pagos trimestrales, descuentos en colocación), debido a las condiciones de los contra - tos de las operaciones activas de COFIDE y a la prohibición implícita en la Circular N° 006-82 del BCR para otorgar descuentos.

3.13 El costo financiero del Bono Tipo "C" es de 62.6%, lo cual otorga un margen medio 1/ de 7.5%, considerando - las operaciones activas hasta octubre de 1982. De haber decidido la Corporación pagar los intereses trimestralmente, el costo financiero por los Bonos "C" se hubiera elevado a 67.4% y reducido el margen a 2.7%, considerando el saldo de cartera a la fecha mencionada.

Debido a la nueva modalidad de cobro, de intereses adelantados, y establecido desde noviembre de 1982 para - las nuevas operaciones crediticias, el margen financiero (marginal) 2/ se ha elevado a 22%.

#### D. Otros Valores

3.14 La Corporación ha captado recursos en mucho menor suma por dos instrumentos adicionales: los Bonos de Reinvención Decreto Ley 19311 y los Certificados de Depósito - de las Comunidades Laborales.

Los Bonos de Reinvención que emite COFIDE al amparo del D.L. 19311, fue un sistema que inicialmente englobó y canalizó sumas de reinvención a otras empresas. Eran - bonos que no pagaban intereses y tenían una vigencia de tres años para ser reinvertidos. Más tarde, a fines de 1978 se autorizó al inversionista a reinvertir directa - mente en las empresas, dejándose de lado estos bonos. - Actualmente hay un saldo por reinvertir de 665 millones de soles.

---

1/ La diferencia entre el rendimiento promedio de la operación activa en moneda nacional y el costo financiero de la fuente.

2/ Se asumen las operaciones crediticias marginales.

3.15 Por el Decreto Ley 21020 se autoriza a COFIDE a recibir depósitos a plazo en moneda nacional de las Comunidades Laborales, las sumas eran el porcentaje de la renta neta anual que corresponde a la Comunidad Laboral como - participación patrimonial y que no pueda ser reinvertido en la empresa, ni invertido en valores emitidos por la misma. Contra las sumas depositadas, COFIDE entrega a la Comunidad Laboral un certificado denominado " Certificado de Depósito de Comunidad Laboral ". Adicionalmente por el mismo Decreto Ley las acciones tipo "C" extendidas a favor de las Comunidades Laborales, se convertían automáticamente en Certificados de Depósito.

3.16 COFIDE ha captado 1.5 mil millones de soles por concepto de Certificados de Comunidades Laborales, tendiendo un costo financiero de 60% anual. Las principales sumas corresponden a la Comunidad Laboral de SIDERPERU - (66%), Comunidad de la Empresa de la Sal (8%), Comu - nidad de Bayer Industrial (5%), Comunidad de Editora Perú (2%), Comunidad de Compensación de Telecomunicaciones - (2%) y Química del Pacífico S.A. (2%), entre otras.

COFIDE actualmente ha recibido solicitudes de redención de Certificados de Comunidades Laborales que represen - tan el 75% de la suma total de certificados emitidos. - Todo indica que van a redimirse en un plazo máximo de 10 años y un mínimo de 10% anual del saldo de depósitos a fines de 1981.

IV. ALTERNATIVAS DE CAPTACION DE RECURSOS

#### IV. ALTERNATIVAS DE CAPTACION DE RECURSOS

##### A. Premisas Básicas

4.1 La Corporación Financiera de Desarrollo, por el Decreto Legislativo 206, es una empresa estatal de derecho privado, bajo la forma de sociedad anónima. El artículo 24° del mencionado Decreto Legislativo, señala que COFIDE tiene como finalidad contribuir al desarrollo integral del país, mediante la captación de ahorro e intermediación financiera para asignarlo junto con sus propios recursos a la promoción de proyectos y al financiamiento de nuevas empresas o de empresas en funcionamiento en concordancia con las políticas y planes que establezca el Estado.

En tal virtud, COFIDE puede realizar todas aquellas operaciones permitidas por ley, así como las que se señale en sus Estatutos y que resulten convenientes y necesarias para sus fines.

4.2 De acuerdo al D.S. 157-81-EFC en que aprueba los Estatutos de COFIDE, en el Capítulo IV, artículo 12°, menciona que la Corporación está facultada para realizar las siguientes operaciones y funciones en el área de captación de recursos:

- Promover la inversión de capitales, ahorro y crédito en el país y en el extranjero.
- Captar recursos en moneda nacional o extranjera a corto, mediano y largo plazo, bajo las siguientes modalidades:
  - a) Del Programa Monetario
  - b) De fondos constituidos por mandato legal, cuya administración le sea encargada para fines específicos.
  - c) De fondos en fideicomiso, del Estado o cualquier persona o entidad nacional, extranjera o internacional para su utilización temporal o permanente,

en forma abierta o destinada a fines específicos.

- d) Contratación de obligaciones de crédito en el país o en el exterior para uso propio o para represtar a través del sistema financiero, a corto, mediano y largo plazo.
  - e) Emisión de bonos, obligaciones u otro tipo de valores en el país o en el extranjero.
  - f) Descontar obligaciones en el Banco Central de Reserva del Perú o en otras entidades financieras.
  - g) Obtener recursos de cualquier otra índole, destinados al cumplimiento de sus fines.
- Adquirir, conservar, administrar y vender acciones, bonos u otros valores emitidos por empresas o instituciones establecidas en el Perú, no siendo necesario que figuren cotizados en Bolsa.
  - Actuar como intermediario y/o fideicomiso en el mercado de valores, realizando e inclusive garantizando la colocación de acciones u otros valores de empresas o entidades nacionales, extranjeras e internacionales, así como de emisión de bonos u otros títulos.
  - Ser el Agente Financiero de las empresas públicas o de las empresas con participación directa o indirecta mayoritaria del Estado, excepto los Banco y Entidades Financieras, en lo relativo a la negociación y contratación de créditos en el exterior y en el país a plazos mayores de un año.

4.3 Después de mencionar la finalidad de COFIDE y las operaciones que puede realizar en el área de captación de reursos, conviene precisar algunas ideas de conjunto:

- a) La situación inflacionaria que vive el país ha desaparecido el ahorro a largo plazo, la situación de recesión y tasas de interés negativas, han afectado sensiblemente la masa de ahorros y en especial el de moneda nacional que capta el Sistema Financiero.

- b) Existen cambios sustanciales en la filosofía respecto a las Instituciones Financieras de Desarrollo y del Sistema Financiero en su conjunto. COFIDE fue creada en la década pasada dentro de un esquema de ideas consistente con una participación activa del Estado en el proceso de Desarrollo y de especialización de las Instituciones Financieras. COFIDE es un instrumento financiero del Gobierno para promover mediante una asignación orientada del crédito, el proceso de inversión en conformidad con las metas de los planes de desarrollo, para lo cual se le facilitó la obtención de recursos a costo razonable. Esta filosofía ha cambiado y se busca que el Estado sólo sea promotor, dando las condiciones para que el sector privado dinamice la economía. Se busca eliminar la especialización de la Banca y dejar que el mercado desempeñe su papel en la canalización de recursos, por lo que la Banca de Fomento dentro de esta óptica debería ubicarse en el mercado, captando a costo de mercado y realizando operaciones crediticias comerciales como viene ocurriendo.
- c) Empero, a pesar de lo expresado en el punto b), la existencia de discrepancia entre beneficios y costos privados y sociales, da lugar a que existan proyectos de inversión cuya realización depende de un tratamiento especial deliberado por parte del Estado, para lo cual tiene que recurrir a un agente financiero de fomento, es decir, a COFIDE u otros Bancos de Fomento.

4.4 Adicionalmente a lo anterior se debe tener presente algunos criterios en el diseño y estudio de alternativas:

- a) Adaptación a las características del medio; en el diseño de los instrumentos, se debe tener presente los siguientes atributos:
- Que los prestatarios principales son empresas públicas o empresas medianas y grandes con progra-



mas de inversión que supera el medio millón de dólares y cuyo mayor financiamiento se ha realizado con recursos externos, no necesariamente blandos, pero sí a plazos medianos y largos.

- El mercado indica que se ahorra en moneda extranjera con mayor preferencia que en moneda nacional y en instrumentos de corto plazo. La competitividad por los recursos en el mercado financiero es bastante aguda, tanto por parte de las Instituciones Financieras como de las unidades deficitarias, en el cual el déficit del Sector Público tiene un papel importante en la demanda de fondos prestables.
  - El proceso inflacionario ha desaparecido el ahorro a largo plazo y junto con las bajas tasas de interés, hace necesario viabilizar instrumentos con corrección. Estos presentan dos aspectos; uno general y que puede ser favorable si las tasas de inflación tienen tendencia declinante y las expectativas del público se afianzan en esta dirección. El otro aspecto es operativo y se refiere a que se debe equilibrar la oferta y demanda de recursos reajustables para no causar problemas a la institución que opera con éstos.
- b) Adaptación a la naturaleza media de los proyectos, Esto se refiere a que COFIDE financia proyectos de grandes montos, con baja o discutible rentabilidad financiera de largo plazo, que requiere plazo de gracia y alto riesgo operativo.
- c) Criterios de administración financiera, se refieren a:
- Que fondos de costo bajo deben orientarse a créditos promocionales, pero unicamente hasta la cantidad de recursos captados por esta fuente.

- Debe preservarse el patrimonio neto en términos reales.
- Fijar como política un margen financiero
- Flexibilizar las operaciones activas y de cobranza, a fin de dar elasticidad a las operaciones pasivas.

4.5 A base de las premisas señaladas en los puntos anteriores y lo desarrollado en la segunda y tercera parte de este informe, las alternativas de COFIDE para la captación de recursos se puede analizar en tres grandes orientaciones básicas:

- a) Mejora del Bono Tipo "C"
- b) Mecanismos de mercado con o sin apoyo fiscal o monetario.
- c) Mecanismos institucionales

#### B. Mejora del Bono Tipo "C"

4.6 La mejora de este instrumento supone tomar decisiones - en por lo menos cuatro direcciones: mejorar el atractivo del Bono "C" para el inversionista, el atractivo para los intermediarios, recuperar al menos, el mercado perdido y flexibilizar el manejo operativo de la colocación.

Veamos brevemente cada una de estas cuatro orientaciones en los siguientes puntos.

4.7 Desde el punto de vista del inversionista, se requiere que el Bono "C" brinde la rentabilidad más alta del mercado y ofrezca un buen nivel de liquidez; para lograrlo se puede optar por las siguientes alternativas no excluyentes:

- a) Pago Trimestral de Intereses
  - La Corporación está facultada para realizar pagos de intereses trimestralmente y es una decisión es

perada en el mercado.

- No es viable financieramente realizar estos pagos trimestrales para todas las series,<sup>1/</sup> debido a la situación de cartera de los créditos otorgados (no se puede modificar en su mayoría la modalidad de cobro). Es viable financieramente a partir de la Novena Serie con el riesgo de crear "mala imagen" al bono.
  - De aplicarse a todas las series, el margen financiero de los créditos otorgados, bajaría de 8 a 3 puntos. Una decisión de este tipo deberá ser apoyada con la renegociación de la modalidad de cobros en créditos con pago de intereses al vencimiento y colocar adicionalmente en el mercado más de 18 mil millones de soles, todo ello con la finalidad de mantener el anterior margen financiero de 8%.
- b) Eliminación del Cobro de Intereses Corridos
- Viable para el mercado primario. La eliminación en el mercado secundario, puede traer algunas complicaciones operativas.
  - Se dejaría de tener algunos ingresos temporales - de caja y de ganar intereses sobre los intereses.
- c) Disminuir el Plazo de Redención
- Debido a las altas tasas de inflación, el ahorro a largo plazo no es atractivo, por lo que el plazo del bono debería reducirse a dos o tres años.
  - Factible financieramente, si los recursos captados se orientan a créditos de capital de trabajo a plazo no mayor de dos años.

---

1/ Bajo la premisa de fuente y uso de recursos

- Se requiere una ley que modifique el D.L. 21020

d) Defender el precio en Bolsa

- La idea es que exista siempre en el mercado secundario una demanda de Bonos "C" cuyo precio de compra mínimo sea de 66%.
- Si CÔFIDE entrara directamente a demandar en Bolsa, significarla una redención anticipada; la institución demandante podría ser una entidad vinculada a CÔFIDE.
- En el corto plazo esta decisión encuentra dos obstáculos: falta de liquidez de la Corporación y el riesgo de saber cuánto se necesitaría de fondos en un mercado sin liquidez de soles.

4.8 Con la finalidad que los Agentes Colocadores presten mayor atención a la venta de nuestros valores, se puede considerar:

a) Una mayor comisión en la colocación de Bonos

- Legal y financieramente es factible. Actualmente la comisión de colocación de los Bancos y Agentes es de 1% del valor nominal; se pueden otorgar mayores comisiones sobre el valor nominal y de acuerdo a montos de colocación.
- El riesgo es que el negocio es bueno para el agente colocador de bonos, más no para el bonista primario, porque su rentabilidad no se altera; excepto cuando el comprador primario es el mismo agente colocador. Cabe señalar que una comisión elevada puede ser considerada como un "derroche".

b) Operación de Underwriting total con los Agentes

- Legalmente es viable según D.L. 18302 y su Reglamento previa aprobación de la CONASEV.

- Financieramente es viable, se puede otorgar una comisión de hasta 15% sobre el valor nominal <sup>1/</sup>
- La operación puede resultar atractiva para el Banco, en tanto que la rentabilidad para el bonista primario no se altera, a menos que se transfiera parte de la comisión al cliente.

4.9 Con el criterio de mantener y ampliar del Bono "C", se puede adoptar dos decisiones:

a) Que el Bono Tipo "C" brinde un beneficio tributario contra el Impuesto a las Remuneraciones.

- Este planteamiento requiere de una ley que modifique el D.L. 21020; siendo poco probable que el Gobierno Central acepte esta idea.

b) Que el bono represente un porcentaje fijo en la Inversión de las Reservas Técnicas de las Compañías de Seguros.

- Ello requiere normar el uso de las Reservas Técnicas de las Compañías de Seguros por parte del Banco Central de Reserva y de la Superintendencia de Banca y Seguros.

4.10 Para dar flexibilidad en la colocación de bonos, un mecanismo interesante es el descuento como operación pasiva, es decir, que el adquiriente pagaría a COFIDE por su compra un monto inferior al valor nominal del título. Pero esta operación no está contemplada en nuestra legislación mercantil ni bancaria, aunque no está prohibida en el derecho mercantil. La dificultad radica en la Circular N° 006-82-EFC/90 del BCR, la cual menciona que la tasa de interés pasiva máxima es de 55% y que en ningún caso se procederá a un pago anticipado de interés.

---

<sup>1/</sup> Asumiendo 84 puntos de rendimiento por la operación activa y 75 puntos por costo financiero.

La solución de este impase depende de la "fuerza" de negociación de la Corporación.

Financieramente la operación es viable y se puede negociar un descuento de hasta 15% con el cliente, manteniendo en 1.1 la relación entre tasa efectiva activa y pasiva de operaciones marginales. El riesgo se encuentra en que podría afectar la "imagen del Bono Tipo "C".

### C. Mecanismos de Mercado

4.11 Dentro del abanico de instrumentos de mercado, se puede identificar:

- a) Mecanismos "puros" de mercado; es decir, aquellos - instrumentos de captación de recursos que compiten en condiciones similares con los de la Banca Comercial y Empresas Financieras Privadas.
- b) Mecanismos de mercado con apoyo fiscal o monetario, los que podría utilizar la Corporación para captar recursos destinados a financiar proyectos cuya evaluación económica y social nos señala que son beneficios para el país y no necesariamente pueden ser financiados por la Banca Comercial.

4.12 Dentro de los mecanismos "puros" de mercado, se considera básicamente a la corrección monetaria, tasa diferencial de interés según el plazo, el descuento y el - plazo de redención.

De acuerdo a la legislación financiera y mercantil vigente y a las condiciones del mercado financiero, las opciones se centran en instrumentos de deuda a plazos no menores de 30 días, entre los que podemos citar a:

- a) Depósitos a plazo
- b) Certificados Bancarios en Moneda Extranjera
- c) Certificados de Depósito Reajutable

Hay tres razones por lo menos, por las cuales COFIDE tendría un éxito limitado en la colocación de estos instrumentos: primero, la Corporación no tiene una red de oficinas, segundo que no es un Banco, tercero y quizá lo más importante, es que su imagen está vinculada al Sector Público y está sujeta a las decisiones del Gobierno Central.

De otro lado, de captar estos recursos, la Corporación tendría que realizar operaciones crediticias de corto plazo y esto podría significar que se desvirtúe su finalidad.

- 4.13 En lo que se refiere a mecanismos de mercado con apoyo fiscal o monetario, debe considerarse adicionalmente a lo expresado en el punto anterior algún beneficio tributario del instrumento y/o aporte de recursos del Banco Central de Reserva para disminuir el costo de captación de recursos (en la mezcla) y conceder créditos promocionales.

Los instrumentos de deuda con el apoyo del Gobierno Central o del Banco Central de Reserva se señalan en las siguientes opciones no excluyentes:

- a) Instrumentos de Deuda con tasa de interés variable, es decir, se pagaría una tasa de interés que puede ser mayor en "x" puntos que la tasa más alta del mercado según las circulares del BCR, o que la tasa de interés del instrumento mantenga una relación mayor a uno respecto a la tasa más alta del mercado. El mayor costo de captación sería compensado con recursos del BCR.
- b) Instrumentos de Deuda con descuento, es decir, colocar el instrumento debajo de la par y pagando la tasa más alta del mercado. El mayor costo de captación sería cubierto con recursos del BCR.

- c) Instrumentos con Reajuste, es decir, el valor nominal del instrumento se reajustaría según el índice del BCR o el tipo de cambio oficial. Adicionalmente se requeriría pagar una tasa de interés variable o colocarlo con un descuento. El mayor costo de captación sería compensado con recursos del BCR.
- d) Instrumento con Beneficio Tributario, el cual ofrece un determinado porcentaje de la inversión que signifique crédito contra impuesto a la renta, o que ganancias por diferencia de cambio no sean tributables.

Para la aplicación de estos mecanismos, se precisa que tanto el Gobierno Central como el Banco Central de Reserva, esten convencidos de la función que realiza la Corporación y que no es otra que la de financiar el desarrollo integral mediante créditos a proyectos de larga maduración, de monto elevado, de alto riesgo y con rentabilidad económica y social para el país.

#### D. Mecanismos Institucionales

- 4.14 Se entiende como aquellos instrumentos que permiten captar recursos de instituciones, sin recurrir al mercado.

Dentro de este grupo se considera: la canalización compulsiva de recursos, programa monetario del BCR, aporte de capital y fondos especiales para promover cierta actividad o sector. Durante los años de actividad de la Corporación, se han empleado los tres últimos mecanismos anteriormente mencionados.

- 4.15 La canalización compulsiva podría efectuarse de la siguiente forma:

- a) Que un porcentaje de los depósitos de la Banca Comercial y Empresas Financieras Privadas sea orien-



tado a adquirir valores emitidos por la Corporación; lo que representaría una forma de "encaje".

- b) Que un porcentaje de la cartera de inversiones de los intermediarios financieros este compuesto por valores emitidos por la Corporación, debiendo constituirse no menos de la mitad de dicho porcentaje por valores adquiridos en el mercado primario.
- c) Que un porcentaje del patrimonio de los intermediarios financieros, excluyendo al Banco de la Nación y la Banca de Fomento Estatal, adquieran valores de COFIDE cuyos recursos se orientarían a financiar proyectos públicos.
- d) Que un porcentaje de las reservas técnicas de las compañías de seguros, sean utilizados en la adquisición de valores emitidos por la Corporación; constituyéndose dicho porcentaje en la forma descrita en el inciso b).
- e) Que todas las cuentas a plazo en moneda nacional, extranjera o inversiones en valores de las empresas públicas, deberán efectuarse en la Corporación Financiera de Desarrollo, en la medida que ésta otorga recursos para sus programas de inversión.

Es poco probable que estas formas compulsivas de captación tengan aceptación tanto por parte del Gobierno Central como por el Banco Central de Reserva, en la medida que no son mecanismos de mercado, pero se señalaron para presentar una perspectiva general de los mecanismos de captación.

- 4.16 La obtención de recursos vía el Programa Monetario, puede ser viable en la medida que el Instituto Emisor de see apoyar a la Corporación. La negociación del apoyo del BCR puede considerar cuatro bases:

- a) Las necesidades de Caja, de acuerdo al presupuesto de caja más probable presentado por la Corporación.
  - b) Que la cantidad recibida por el Programa Monetario respecto a los intereses que COFIDE tendría que pagar al BCR, mantenga una relación mayor a 1.
  - c) Establecer una relación entre el saldo del Programa Monetario y la captación de ahorro privado por COFIDE.
  - d) Que en términos reales, el monto de los recursos - recibidos del Programa Monetario, sea siempre igual o mayor al del año anterior.
- 4.17 Que el Estado realice aportes de capital a COFIDE vía acciones "A", es un mecanismo que depende de dos consideraciones básicas:
- a) COFIDE necesita mantener una adecuada relación deuda/capital para tener solvencia y servir de apalancamiento para nuevos créditos, aspecto que a su vez el Banco Mundial recomienda y apoya.
  - b) Que COFIDE y el Gobierno Central entren a negociar la obtención de una línea externa a cargo del Tesoro.
- 4.18 En lo que respecta a Fondos Especiales, la Corporación ya viene operando con seis tipos: el Fondo de Inver - siones Regionales (FIRE), el Fondo de Bienes de Capi - tal (FONCAP), el Fondo de Exportaciones (FONEX), el - Fondo de Redescuento Agro-Industrial (FRAI), el Progra - ma de Crédito Multisectorial BID-BCR y el Fondo de Pro - moción a la Pequeña Empresa (PROPEM).

V.

INSTRUMENTOS DE CAPTACION PROPUESTOS

V. INSTRUMENTOS DE CAPTACION PROPUESTOS

5.1 Considerando que COFIDE debe captar recursos a un plazo mínimo de un año y que por lo expuesto anteriormente deberá hacerlo por medio de mecanismos de mercado.

Se propone los siguientes instrumentos, los cuales no son excluyentes entre sí:

- a) El Bono Tipo "C" modificado
- b) Bono en Moneda Nacional en dos alternativas
  - Facultad de descuento en la colocación primaria
  - Facultad de pagar "x" puntos por encima de la tasa más alta del mercado.
- c) Bono en Moneda Nacional Reajutable en dos alternativas.
  - Facultad de descuento en la colocación primaria
  - Facultad de pagar "x" puntos por encima de la tasa más alta del mercado.
- d) Bono en Moneda Extranjera

Si consideramos que la Corporación debe comenzar a operar también en el corto plazo, es decir, con operacio - nes menores de un año, puede adicionarse a lo anterior.

- e) Certificado de Depósito a Plazo
- f) Certificado de Depósito Reajutable
- g) Certificado de Depósito en Moneda Extranjera

La descripción de estos instrumentos, aunque de manera breve, se presentan a continuación.

A. El Bono Tipo "C" Modificado

5.2 Lo que se propone es otorgarle al Bono "C" algunos atributos de acuerdo al comportamiento actual y esperado - del mercado financiero, con la finalidad de hacerlo com

petitivo con el Bono de Reconstrucción Serie "B" y de mejorarlo con respecto al Certificado Bancario en Moneda Extranjera.

Las características básicas del Bono "C" modificado serían:

- |       |   |   |
|-------|---|---|
| i)    | Valor Nominal                             | 10 mil soles  |
| ii)   | Descuento                                 | Hasta 10% según Acuerdo de Directorio.  |
| iii)  | Tasa de Interés                           | La máxima vigente en el mercado según circulares del BCR.   |
| iv)   | Pago de Interés                           | Fijado por el Directorio de COFIDE de acuerdo a condiciones del mercado.  |
| v)    | Plazo                                     | Mínimo de dos años  |
| vi)   | Beneficio Tribut.                         | 35% del monto invertido será aplicable contra el impuesto a la renta y/o contra el impuesto a las remuneraciones. |
| vii)  | Rentabilidad para el bonista              | Hasta 174% (ver Cuadro N° 6).   |
| viii) | Costo para la Corporación .               | Hasta 81%   |
| ix)   | Negociable en la Bolsa de Valores de Lima |   |

El riesgo de este instrumento se manifiesta cuando al bajar las utilidades de las empresas la captación disminuye en la parte correspondiente a las personas jurídicas. De otro lado, no se sabe que prima debe otorgarse al valor, de tal manera que compense la preferencia por liquidez.

- 5.3 Para colocar este valor con las características propuestas, es necesario que se cuente con el apoyo del

CUADRO N° 6

RENTABILIDAD Y COSTO DE UN BONO "C" A MENOR PLAZO Y CON DESCUENTO <sup>1/</sup>

| <u>Descuento</u><br><u>%</u> | <u>Plazo = 2 Años</u>                             |                                      | <u>Plazo = 3 Años</u>                             |                                      |
|------------------------------|---|--------------------------------------|---|--------------------------------------|
|                              | <u>Rentabilidad para</u><br><u>el Bonista % *</u> | <u>Costo para</u><br><u>COFIDE %</u> | <u>Rentabilidad para</u><br><u>el Bonista % *</u> | <u>Costo para</u><br><u>COFIDE %</u> |
| 0                            | 136.2   | 67.4                                 | 123.9   | 67.4                                 |
| 2                            | 142.6   | 70.0                                 | 129.3   | 69.5                                 |
| 4                            | 149.5   | 72.7                                 | 135.0   | 71.7                                 |
| 6                            | 156.9   | 75.5                                 | 141.1   | 74.0                                 |
| 8                            | 164.9   | 78.4                                 | 147.9   | 76.4                                 |
| 10                           | 173.6   | 81.4                                 | 155.1   | 78.9                                 |

-----  
\* Toda rentabilidad por descuento estaría sujeto al impuesto a la renta

1/ Tasa de interés nominal de 55% y pagadero trimestralmente

Ministerio de Economía, Finanzas y Comercio, y que haga suyo el proyecto de ley que se propone (el proyecto de ley se describe en el Anexo 1.) Sin embargo, puede lograrse que COFIDE por propia decisión y en coordinación con el BCR, otorgue un descuento en la colocación 1/ y redima el valor a los dos años.

Cabe mencionar que estos recursos tienen que orientarse a operaciones de capital de trabajo a plazos no mayores de dos años y a un costo anual de hasta 89%; para este costo no se necesita modificar las tasas activas pero si cobrar el 1% trimestral por gastos operativos - extraordinarios (tasa que es cobrada por la mayoría de instituciones en operaciones de descuento).

B. Bono en Moneda Nacional

5.4 Este valor permitiría a COFIDE tener otra fuente de recursos a un plazo mínimo de un año; que para ser aceptado en el mercado deberá otorgar al inversionista un rendimiento mayor al que se obtiene por imposiciones de dinero en soles y que pueda competir a su vez con los certificados bancarios de moneda extranjera 2/. A fin que ofrezca un rendimiento mayor al del mercado, se puede optar por: dar un descuento en su colocación o pagar una tasa más alta que la del mercado.

Las características básicas del instrumento en las dos opciones son :

|                      | <u>Alternativa A</u>                                      | <u>Alternativa B</u>  |
|----------------------|---|---|
| i) Valor Nominal     | 1 millón al portador.                                     | 1 millón al portador.   |
| ii) Descuento        | Hasta 15%   | --  |
| iii) Tasa de Interés | La máxima vigente en el mercado según circulares del BCR. | Hasta 1.4 veces la máxima vigente en el mercado según circulares del BCR. |

-----

1/ Estamos a la espera de una respuesta legal al respecto.

2/ En lo que se refiere a la captación de ahorro en M.E. proveniente de Personas Jurídicas.

|       |   |   |   |
|-------|---|---|---|
| iv)   | Pago de Interés   | Mensual                                     | Mensual                                     |
| v)    | Plazo   | Mínimo de un año a partir de su colocación. | Mínimo de un año a partir de su colocación. |
| vi)   | Rentabilidad para el bonista  | Hasta 111%                                  | Hasta 111%                                  |
| vii)  | Costo para COFIDE   |   |   |
|       | - Sin apoyo BCR   | Hasta 111%                                  | Hasta 111%                                  |
|       | - Con apoyo BCR   | Véase Cuadros N°s. 7 y 8                    |   |
| viii) | Poder cancelario para los préstamos otorgados por COFIDE, así como aval o garantía para dichos préstamos. |   |   |

Existe un riesgo al no determinar la prima que debe otorgarse al valor de manera que compense la preferencia por liquidez. La alternativa B es la más conveniente porque sería un instrumento deseable para las empresas, ya que el descuento para el cálculo del impuesto a la renta, puede considerarse como una ganancia de capital.

5.5 Para sacar este valor al mercado otorgando al inversionista una rentabilidad de 111% y mantener la actual tasa efectiva a los usuarios de créditos, el Banco Central de Reserva tendría que apoyar a COFIDE, otorgándole dos soles, vía Programa Monetario por cada sol que capte la Corporación. Si el apoyo recibido fuese menor, se deberá autorizar a COFIDE a que cobre una mayor tasa efectiva por los créditos.

Los recursos que se capten financiarían el componente nacional de las necesidades de capital de trabajo de las empresas y a un plazo no mayor de año y medio.



CUADRO N° 7RENTABILIDAD DE UN INSTRUMENTO DE DEUDA CON DESCUENTO

| <u>Rentabilidad</u><br>% | <u>Descuento</u> <sup>1/</sup><br>% | <u>Tasa de Interés</u> <sup>2/</sup><br>% |
|--------------------------|-------------------------------------|---|
| 71.2 *                   | 0                                   | 55.0                                      |
| 75.6                     | 2                                   | 57.6                                      |
| 80.3                     | 4                                   | 60.4                                      |
| 85.2                     | 6                                   | 63.2                                      |
| 90.4                     | 8                                   | 66.1                                      |
| 95.8                     | 10                                  | 69.1                                      |
| 101.6                    | 12                                  | 72.1                                      |
| 107.7                    | 14                                  | 75.4                                      |
| 114.1                    | 16                                  | 78.6                                      |
| 120.9                    | 18                                  | 81.8                                      |
| 128.2                    | 20                                  | 85.3                                      |

-----

\* Todo incremento de la rentabilidad debido al descuento, podría considerarse como afecto al impuesto a la renta.

1/ Tasa de interés anual de 55%, pagándose los intereses mensualmente.

2/ No hay descuento, los intereses se pagan mensualmente.

CUADRO N° 8

COSTO DE UN INSTRUMENTO DE DEUDA CON APOYO DEL BCR

| <u>Rentabilidad %</u> | <u>Aporte del BCR</u> * |            |             |
|-----------------------|-------------------------|------------|-------------|
|                       | <u>0.33</u>             | <u>0.5</u> | <u>0.67</u> |
| 71.2                  | 64.6                    | 61.2       | 57.7        |
| 75.6                  | 67.5                    | 63.4       | 59.2        |
| 80.3                  | 70.7                    | 65.7       | 60.7        |
| 85.2                  | 73.9                    | 68.2       | 62.4        |
| 90.4                  | 77.4                    | 70.8       | 64.1        |
| 95.8                  | 81.0                    | 73.5       | 65.9        |
| 101.6                 | 84.9                    | 76.4       | 67.8        |
| 107.7                 | 89.0                    | 79.4       | 69.8        |
| 114.1                 | 93.3                    | 82.6       | 71.9        |
| 120.9                 | 97.9                    | 86.0       | 74.1        |
| 128.2                 | 102.8                   | 89.7       | 76.5        |

-----

\* Aporte de recursos del BCR vía Programa Monetario. La fracción 0.33 significa que el BCR otorga un sol por cada dos que capte COFIDE.

C. Bono en Moneda Nacional Reajustable

5.6 Este instrumento podría generar recursos a la Corporación con una permanencia de un año. Para que sea atractivo al inversionista respecto a los Certificados de Depósito Reajustable (Circular 005-83 del BCR) y a los Certificados Bancarios de Moneda Extranjera, se debe otorgar al Bono Reajustable un descuento en su colocación o pagar una tasa de interés más alta que la que paga el Certificado Reajustable.

Las características básicas del instrumento en las dos opciones propuestas son:

|                                   | <u>Alternativa A</u>  | <u>Alternativa B</u>  |
|-----------------------------------|---|---|
| i) Valor Nominal                  | 1 millón al portador.   | 1 millón al portador  |
| ii) Descuento                     | Hasta 10%   | --  |
| iii) Tasa de Interés              | La máxima vigente en el mercado para depósitos reajustables según circulares BCR. | Hasta 2.4 veces la máxima vigente en el mercado para depósitos reajustables según circulares BCR. |
| iv) Pago de Interés               | Mensual y sobre valor nominal   | Mensual y sobre valor nominal   |
| v) Reajuste                       | Según Índice del BCR.   | Según Índice del BCR.   |
| vi) Plazo                         | Mínimo de un año a partir de su colocación.                                       | Mínimo de un año a partir de su colocación.   |
| vii) Rentabilidad para el bonista | Hasta 110%  | Hasta 110%  |
| viii) Costo para COFIDE           |   |   |
| - Sin apoyo BCR                   | Hasta 110%  | Hasta 110%  |
| - Con apoyo BCR                   | Véase Cuadros N <sup>o</sup> s. 9 y 10  |   |

ix) Poder cancelatorio para los préstamos otorgados por COFIDE así como aval o garantía para dichos préstamos.

El riesgo, por el lado de la captación, es ver si el rendimiento ofrecido es aceptado por el inversionista para inmovilizar su dinero por un año; mientras que por el lado de la colocación es ver si los clientes aceptan créditos reajustables <sup>1/</sup>.

5.7 Para poner a disposición de los inversionistas este valor, con las características básicas señaladas y seguir cobrando las tasas permitidas con créditos reajustables, se necesita que el Instituto Emisor apoye otorgándole a COFIDE un sol vía Programa Monetario por cada dos soles que capte la Corporación. En caso que dicho aporte sea menor al requerido, deberá permitirse a COFIDE, cobrar una tasa activa mayor.

Los recursos captados por este instrumento estarían orientados hacia créditos reajustables para financiar el componente nacional de las necesidades de capital de trabajo de las empresas y a un plazo no mayor de 18 meses.

---

1/ Financiera de Crédito tiene casi una cuarta parte de su cartera en créditos reajustables.

CUADRO N° 9RENTABILIDAD DE UN INSTRUMENTO DE DEUDA CON DESCUENTOY CON REAJUSTE

| <u>Rentabilidad *</u><br>% | <u>Descuento <sup>1/</sup></u><br>% | <u>Tasa de Interés <sup>2/</sup></u><br>% |
|----------------------------|-------------------------------------|---|
| 88.0                       | 0                                   | 10.0                                      |
| 92.1                       | 2                                   | 12.8                                      |
| 96.0                       | 4                                   | 15.5                                      |
| 100.5                      | 6                                   | 18.5                                      |
| 105.1                      | 8                                   | 21.4                                      |
| 109.8                      | 10                                  | 24.6                                      |
| 114.8                      | 12                                  | 27.7                                      |
| 120.0                      | 14                                  | 30.9                                      |
| 125.5                      | 16                                  | 34.2                                      |
| 131.2                      | 18                                  | 37.4                                      |
| 137.3                      | 20                                  | 40.9                                      |

\* Se ha tomado el reajuste de 74.5% anual (Indice de Mayo)  
El descuento en la rentabilidad podría ser afecto al impuesto a la renta.

1/ Tasa de interés de 10%, pagando los intereses mensualmente y sobre el valor nominal.

2/ No hay descuento, los intereses se pagan mensualmente y sobre el valor nominal.

CUADRO N° 10COSTO DE UN INSTRUMENTO DE DEUDA REAJUSTABLE CONAPOYO DEL BCR

| <u>Rentabilidad %</u> | <u>Aporte del BCR</u> * |            |             |
|-----------------------|-------------------------|------------|-------------|
|                       | <u>0.33</u>             | <u>0.5</u> | <u>0.67</u> |
| 88.0                  | 75.8                    | 69.6       | 63.3        |
| 92.1                  | 78.6                    | 71.6       | 64.6        |
| 96.0                  | 81.2                    | 73.6       | 65.9        |
| 100.5                 | 84.2                    | 75.8       | 67.4        |
| 105.1                 | 87.3                    | 78.1       | 68.9        |
| 109.8                 | 90.4                    | 80.5       | 70.5        |
| 114.8                 | 93.8                    | 83.0       | 72.1        |
| 120.0                 | 97.3                    | 85.6       | 73.8        |
| 125.5                 | 100.9                   | 88.3       | 75.7        |
| 131.2                 | 104.8                   | 91.2       | 77.5        |
| 137.3                 | 108.9                   | 94.2       | 79.6        |

\* Aporte de recursos del BCR vía Programa Monetario. La fracción 0.33 significa que el BCR otorga un sol por cada dos que capte COFIDE.

D. Bono en Moneda Extranjera

5.8 Este valor permitiría a la Corporación captar recursos en moneda extranjera en nuestro mercado doméstico. Esta modalidad de ahorro es preferida por el público debido a la alta rentabilidad que ofrece la moneda extranjera. En vista que la Corporación necesitaría ofrecer el valor, a un plazo mínimo de un año, deberá otorgar al inversionista algún incentivo adicional que lo motive a inmovilizar sus "dólares" por un año.

El instrumento puede presentarse en tres alternativas y sus características básicas serían las siguientes:

|       |   | ALTERNATIVAS            |                         |  |
|-------|---|-------------------------|-------------------------|--|
|       |   | A                       | B                       | C                                      |
| i)    | Valor Nominal   | Mil dólares al portador | Mil dólares al portador | Mil dólares al portador                |
| ii)   | Descuento   | Hasta 5%                | --                      | --                                     |
| iii)  | Tasa Interés  | BCR                     | Hasta 1.6 - BCR         | BCR                                    |
| iv)   | Benef. Trib.  | -                       | --                      | No tributaría la diferencia de cambio. |
| v)    | Pago Interés  | Mensual                 | Mensual                 | Mensual                                |
| vi)   | Plazo   | Mínimo 1 año            | Mínimo 1 año            | Mínimo 1 año                           |
| vii)  | Rentab. para el bonista   | Hasta 140%              | Hasta 140%              | 127%                                   |
| viii) | Costo para COFIDE   | Hasta 140%              | Hasta 140%              | 127%                                   |
| ix)   | Poder cancelatorio para los préstamos otorgados por COFIDE, así como aval o garantía para dichos préstamos. |                         |                         |  |

El riesgo es determinar cuanto de prima debe otorgar para que los inversionistas en moneda extranjera (en CBME) se trasladen a invertir en bonos en moneda extranjera a plazo de un año.

CUADRO N° 11RENTABILIDAD DE UN INSTRUMENTO DE DEUDA EN MONEDAEXTRANJERA Y CON DESCUENTO

| <u>Rentabilidad</u> * | <u>Descuento</u> <sup>1/</sup> | <u>Tasa de Interés</u> <sup>2/</sup> |
|-----------------------|--------------------------------|--------------------------------------|
| <u>%</u>              | <u>%</u>                       | <u>%</u>                             |
| 127.5                 | 0                              | 8.0                                  |
| 132.1                 | 2                              | 10.0                                 |
| 137.4                 | 4                              | 12.3                                 |
| 142.5                 | 6                              | 14.4                                 |
| 147.9                 | 8                              | 16.7                                 |
| 153.8                 | 10                             | 19.1                                 |
| 159.8                 | 12                             | 21.4                                 |
| 165.9                 | 14                             | 23.8                                 |
| 172.7                 | 16                             | 26.4                                 |
| 179.4                 | 18                             | 28.9                                 |
| 186.9                 | 20                             | 31.6                                 |

-----

\* Toda rentabilidad por descuento y/o diferencia de cambio estaría sujeta a impuesto a la renta.

1/ Tasa de interés de 8% pagadero mensualmente

2/ No hay descuento, los intereses se pagan mensualmente



5.9 Para sacar al mercado un instrumento de esta naturaleza se requerirá el apoyo del BCR tanto en la Alternativa A como en la B, a fin de pagar una tasa más alta al inversionista y cobrar una tasa más alta al usuario del crédito. Pero estos créditos tendrían que ser comerciales y orientados a capital de trabajo de las empresas. La Alternativa C, que a nuestro juicio es la más conveniente, significaría que el MEFC saque un dispositivo legal en el cual se modifique el Artículo 69° del Decreto Legislativo N° 200 para que la ganancia de cambio de este instrumento sea inafecta al impuesto a la renta.

#### E. Certificado de Depósito a Plazo

5.10 Este instrumento sería un Certificado de Depósito (CD) como el de las Empresas Financieras Privadas y para que sea competitivo con ellos y con los de la Banca, el CD que emita la Corporación tendría que ser a corto plazo. El uso de estos recursos se destinarían a operaciones crediticias de similar duración.

Las características básicas del instrumento serían:

- |       |  |   |
|-------|--|---|
| i)    | Valor Nominal  | Mínimo de 10 mil soles  |
| ii)   | Tasa de Interés  | Máxima vigente en el mercado según circulares del BCR.          |
| iii)  | Pago de Interés  | Fijado por Directorio de acuerdo a las condiciones del mercado. |
| iv)   | Plazo  | Mínimo 30 días  |
| v)    | Rentabilidad del inversionista   | 73%   |
| vi)   | Costo para COFIDE  | 73%   |
| vii)  | Margen para COFIDE   | 12% ó 7% <u>1/</u>  |
| viii) | Poder cancelatorio para los préstamos otorgados por COFIDE, así como aval o garantía para dichos créditos. |   |

1/ Asumimos un rendimiento de 85% en la operación crediticia. Sería 12 puntos de margen si no se guarda encaje.

5.11 Dada la volatilidad de estos depósitos y considerando que se usen para créditos a 90 días, se estima conveniente - mantener un margen de seguridad de alrededor del 10% sobre el saldo captado, el cual podría estar depositado en el BCR ganando 54% de interés, pagadero mensualmente.

Si los recursos captados por este instrumento se destinaron a créditos a 360 días, el margen de seguridad se tendría que elevar a un tercio del saldo de depósitos; por lo que el margen financiero para COFIDE se reduce a dos - puntos (asumiendo el encaje de 6%).

Considerando la captación de depósitos a plazo por las empresas financieras a diciembre de 1982, podría estimarse que COFIDE S.A. obtendría el 1% de dicho mercado; Esto es alrededor de 2 mil millones de soles 1/.

#### F. Certificado de Depósito Reajutable

5.12 A partir del 18 de abril de 1983, las Instituciones Finan- cieras fueron autorizadas mediante la Circular del BCR N° 005-83-EFC/90, a captar recursos a través de los denomina- dos Certificados de Depósito Reajustables (CDR). En con- secuencia, la Corporación puede implementar este tipo de - depósito. Las principales características de este instru- mento son:

|      |                                 |  |
|------|---------------------------------|--|
| i)   | Valor Nóminal                   | Un millón de soles al porta-<br>dor.   |
| ii)  | Tasa de Interés                 | La determinada por el BCR.             |
| iii) | Pago de Interés                 | Mensual y sobre valor reajus-<br>tado. |
| iv)  | Reajuste                        | Según Índice del BCR                   |
| v)   | Pago de Reajuste                | Al momento de la redención             |
| vi)  | Plazo                           | Mínimo 60 días                         |
| vii) | Rentabilidad para<br>el bonista | 93%                                    |

1/ Vease BCR : "Reseña. Económica", marzo 1983.

- viii) Costo para COFIDE 93%
- ix) Margen para COFIDE 10% u 8% 1/
- x) Destino de recursos Sólo a créditos reajustables a plazo mínimo de un año.
- xi) Poder cancelatorio para los préstamos otorgados - por COFIDE, así como aval o garantía para dichos - créditos.

5.13 La *utilidad* de estos recursos es menor que la de los CD, puesto que ofrecen al inversionista un mayor rendimiento. Estos CDR pueden resultar más atractivos que los CBME, para aquellas personas jurídicas que se encuentran en una escala marginal impositiva mayor al 40%.

Debido a que la permanencia mínima de estos depósitos es de 60 días y que los créditos deben otorgarse a un plazo mínimo de 360 días, se ha estimado que sería necesario - mantener un margen de seguridad del 20% sobre el saldo de depósitos reajustados. En consecuencia, el margen financiero se reduciría a 3 puntos.

Se estima que sólo habría un desplazamiento del ahorro en moneda nacional no reajutable (especialmente los depósitos a plazo) hacia los certificados de depósito reajutable.

Asumiendo como mercado el total de depósitos a plazo en moneda nacional captado por el Sistema Financiero a diciembre de 1982, se estima que COFIDE podría captar mediante el CDR el 1% de este mercado, es decir, 4 mil millones de soles.

#### G. Certificado de Depósito en Moneda Extranjera

5.14 La Corporación captaría recursos en moneda extranjera a corto plazo (90 días), aprovechando la preferencia del público por este tipo de ahorro financiero. Los recursos que capten tendrían que orientarse a créditos de similar

---

1/ Asumimos un rendimiento de 103% en la operación. El margen sería de 10 puntos si no se guarda encaje.

plazo y/o depositado en cuentas en el exterior, con la finalidad de fortalecer las relaciones de COFIDE con la Banca Extranjera.

Las características de este certificado son :

- |      |   |                           |
|------|---|---------------------------|
| i)   | Valor Nominal   | 1,000 dólares al portador |
| ii)  | Tasa de Interés   | BCR                       |
| iii) | Pago de Interés   | Mensual                   |
| iv)  | Plazo   | 90 días                   |
| v)   | Rentabilidad para el bonista  | Hasta 127% <u>1/</u>      |
| vi)  | Costo para COFIDE   | 127%                      |
| vii) | Poder cancelatorio para los préstamos otorgados por COFIDE, así como aval o garantía para dichos préstamos. |                           |

5.15 Teniendo en cuenta el corto período en que se puede disponer de estos recursos, COFIDE tendría que mantener un margen de seguridad - en depósitos a plazo en el exterior, asimismo la colocación de estos recursos a plazos tan cortos implican un cambio en la política de la Corporación con apertura de nuevos tipos de operaciones, como serían cartas de crédito o descuentos en Moneda Extranjera.

---

1/ Asumiendo devaluación de 110% anual y 8% de interés como BCR.

VI.

CONCLUSIONES

## VI. CONCLUSIONES

1. El ahorro financiero ha crecido desde 1979 hasta 1982 a tasas significativas; pero debido a la caída del ingreso nacional, a tasas de interés bastante negativas y desconfianza del público en el Sistema Financiero, - el ahorro en los cuatro primeros meses de 1983 manifiesta una caída del 19%. De continuarse la tendencia a fines de año, podríamos tener casi la mitad del ahorro de inicios de año.
2. En la composición del ahorro se observa una abultada "dolarización" y puede constituirse en una "bomba de tiempo" en el Sistema Financiero, de perderse el manejo de las reservas. El ahorrista viene prefiriendo - el depósito en moneda extranjera debido a la alta rentabilidad que obtiene y a la liquidez del instrumento.
3. La tasa de interés de los instrumentos en moneda nacional no corresponde a la inflación y devaluación - anual esperada; debería elevarse a un mínimo de 70 - puntos. Asimismo, al uniformizar la tasa de interés a 55 puntos, se ha desaparecido una estructura de tasas por plazos.
4. Por las condiciones inflacionarias del país, la preferencia del público se orienta a instrumentos de corto plazo; el ahorro a plazo medio y largo ha desaparecido.
5. COFIDE ha captado recursos domésticos y sólo en moneda nacional bajo tres formas básicas: Bonos Tipo "C", Programa Monetario y Acciones "A". Participa con sus obligaciones en un 1.5% del total de ahorro financiero, por lo que potencialmente, en una estabilidad fi

nanciera, su participación puede elevarse.

6. El Bono Tipo "C", instrumento con beneficio tributario y emitido desde 1975 por COFIDE, se convirtió en la principal fuente de recursos en moneda nacional para COFIDE, primer instrumento de largo plazo y primera obligación transada en Bolsa. Debido a la aceleración del ritmo devaluatorio desde Abril del año pasado, la Ley N° 23501 que elimina el impuesto de Cuarta y Quinta Categoría y la 23592 que autoriza la emisión de los Bonos de Reconstrucción Serie "B", se ha eliminado, en la práctica, al Bono Tipo "C" del mercado.
7. Los recursos del BCR para COFIDE vía programa monetario, otorgados desde 1976, se han tornado en una fuente estructural para la Corporación y el saldo del crédito recibido sólo representa un 18% del obtenido por el Banco Industrial.
8. El Patrimonio de la Corporación se está deteriorando por las elevadas tasas de inflación y riesgo, debido a una rentabilidad negativa real, en promedio, del saldo de las operaciones crediticias en moneda nacional.
9. La Corporación atravieza una situación en la cual le es imperativo que vea la manera de captar recursos del mercado tanto en moneda nacional como en moneda extranjera; cualquier forma de captación no puede ser en instrumentos a plazos mayores de dos años.
10. Dentro de la perspectiva actual, COFIDE sólo tendría oportunidades en la modificación del Bono Tipo "C" para hacerlo nuevamente atractivo y en instrumentos de mercado con un leve apoyo por parte del Ministerio de Economía, Finanzas y Comercio y del Banco Central de Reserva.

11. En la mejora de la rentabilidad del Bono Tipo "C", se ve necesario reducir el plazo a dos años, otorgar un descuento de hasta diez puntos y pagar intereses con mayor frecuencia. Adicionalmente, se elimine los intereses corridos en el mercado primario y otorgar una mayor comisión a los Agentes Colocadores.
  
12. Los instrumentos de mercado aconsejables a un plazo mínimo de un año son: un Bono en Moneda Nacional con descuento en la colocación primaria; un Bono Reajustable con descuento y un Bono en Moneda Extranjera. Para todos ellos se necesita gestionar apoyo del BCR en lo referente a: autorizarnos a colocar con descuento y otorgarnos recursos vía Programa Monetario para compensar costos. La captación de estos recursos se orientarían a créditos a un plazo mínimo de un año.
  
13. Si la Corporación decide empezar a operar en el  corto plazo, puede iniciar una captación de recursos vía Certificado de Depósito a Plazo, Certificado de Depósito Reajustable y Certificado de Depósito en Moneda Extranjera.
  
14. Una última conclusión, sería necesario que las autoridades dirigentes del Sistema Financiero tomen plena conciencia que el financiamiento de la inversión está totalmente deprimido y que el mercado de valores como alternativa al endeudamiento empresarial no tiene los incentivos adecuados para desarrollarse.



VII. RECOMENDACIONES

## VII. RECOMENDACIONES

1. Poner en conocimiento ante el BCR y el MEFC que el tener una tasa de interés que es bastante menor a la inflación esperada y no tener en el Sistema Financiero una estructura por plazo de las tasas de interés pasivas, conlleva dificultades a la captación de fondos del mercado y en los plazos deseados.

Las operaciones del Sistema Financiero deberían guiarse por dos principios básicos: uno, la tasa de interés debe ser positiva en términos reales; dos, debe pagarse y cobrarse más por una operación a un plazo mayor que por la de un menor plazo.

2. La Corporación tiene que negociar las operaciones crediticias en moneda nacional con sus clientes a fin de que estos otorguen un rendimiento adecuado y no se siga deteriorando el patrimonio de la Corporación. Esto ayuda rá, al mismo tiempo, a flexibilizar la parte pasiva de las operaciones.

3. COFIDE debe tomar conciencia de tres aspectos básicos en sus operaciones pasivas:

- a. Que la filosofía económica-financiera en que se creó y operó en la década pasada es ahora diferente. Si a esto le adicionamos las dificultades del momento, no debe contar con que va a recibir apoyo importante por parte del MEFC y BCR para sacar algún instrumento de captación.

- b. Que la inflación y devaluación analizada a una cifra de tres dígitos, torna inviable la captación de recursos a mediano y largo plazo y más aún si

es vía instrumentos que no ofrecen algo más que lo que otorgan los de mercado.

- e. Que debemos aprovechar en lo posible las oportunidades que brinde el mercado doméstico y con la mayor agresividad posible.
4. La Corporación debe elevar ante el MEFC el Proyecto de Ley que modifica las características del Bono Tipo "C", a fin de mejorar su competitividad en el mercado.
5. Debería elevarse ante el BCR una solicitud de autorización para que COFIDE coloque en el mercado primario instrumentos con descuento.
6. COFIDE podría sacar al mercado Bonos con descuento: Reajutable y en Moneda Extranjera. Para ello necesita gestionar ante el BCR algún apoyo en recursos vía Programa Monetario.
7. Si la Corporación decide empezar a operar en el corto plazo, puede sacar al mercado Certificado de Depósito a plazo, Certificado de Depósito Reajutable y Certificado de Depósito en Moneda Extranjera.
8. Debería prepararse y alcanzarse al MEFC y BCR un documento que muestre lo resentido que se encuentra el  Mercado de Capitales del País y qué decisiones podrían adoptarse al respecto.

A N E X O S

A N E X O N º 1

PROYECTO DE LEY PARA MODIFICAR CARACTERISTICAS  
DEL BONO TIPO "C"

PROYECTO DE LEY N°

---

EL PRESIDENTE DE LA REPUBLICA

POR CUANTO

*El Congreso ha dado la ley siguiente:*

EL CONGRESO DE LA REPUBLICA DEL PERU

*Ha dado la ley siguiente:*

Artículo 1°

*Modifíquese el Artículo 4° del Decreto Ley N° 21020 para los Bonos Tipo "C" que se emitan al amparo del presente dispositivo, en los siguientes incisos:*

- c) Redituarán la tasa de interés máxima vigente en el mercado, según las Circulares del Banco Central de Reserva del Perú, con un período de capitalización a ser fijado por el Directorio de COFIDE de acuerdo a las condiciones del mercado.*
- d) El plazo de vigencia para cada emisión será determinado por el Directorio de COFIDE de acuerdo a las condiciones del mercado, pero a un plazo mínimo de dos años.*

Artículo 2°

*Modifíquese el Artículo 5° del Decreto Ley N° 21020 para los Bonos Tipo "C" que se emitan al amparo del presente dispositivo.*

*"Los Bonos Tipo "C" serán redimidos al vencimiento del plazo de vigencia señalado en el inciso "d" del Artículo 1°".*

### Artículo 3°

COFIDE S.A. tendrá la facultad de conceder un descuento en la colocación primaria de los Bonos Tipo "C" que se emitan al amparo del presente dispositivo.

El monto del descuento será fijado por el Directorio de COFIDE en coordinación con el Banco Central de Reserva.

### Artículo 4°

Modifíquese los Artículos 9° y 10° del Decreto Ley N° 21020, los que deberán reunirse en un solo Artículo, y decir :

" Los Bonos que se emitan al amparo del presente dispositivo legal, gozarán de un crédito contra el Impuesto a la Renta y/o contra el Impuesto a las Remuneraciones, equivalente al 35% del monto invertido para las personas naturales y/o jurídicas.

La aplicación de este porcentaje cuando se trate de Impuesto a la Renta será hasta un 40% de la Renta Neta Global Imponible".

Comuníquese al Presidente de la República para su promulgación.

Casa del Congreso, en Lima, a los

POR TANTO :

Mando se publique y cumpla.

Dado en la Casa de Gobierno, en Lima, a los

A N E X O N º 2

RESPUESTA A CONSULTA LEGAL REFERENTE A NUEVOS  
VALORES A EMITIRSE POR COFIDE



MEMORANDUM N° 060-83/DL.

A : Señor Esteban Vitón  
Gerente  
División Financiera Nacional

DE : Doctor Pedro Coronado Labó  
Gerente Central  
División Legal

ASUNTO : Nuevos valores a emitirse por COFIDE  
Su Memorándum N° 071-83/DFN

FECHA : 05 de mayo de 1983

---

Las consultas planteadas en su Memorándum de la referencia fueron derivadas a nuestros Asesores Legales Externos Estudio Aurelio García Sayán, los que han contestado en sucesivas cartas, la primera es de 27 de abril y las siguientes de los días 2, 4 y 5 de los corrientes. Anexo al presente encontrará copias de dichas cartas. Si usted deseara cualquier ampliación o informe complementario le ruego solicitarlo a esta División.

Atentamente,

C.A. 8008



ESTUDIO  
AURELIO GARCIA SAYAN  
ABOGADOS

AURELIO GARCIA SAYAN  
FRANCISCO MOREYRA GARCIA  
FERNANDO CARRILLO DE ALBORNOZ  
PEDRO GASTAÑETA GONZALES  
ERNESTO SOLSA MOREYRA  
AUGUSTO DURAND PALACIOS  
JOSE MIGUEL MORALES DASSO  
ALBERTO FELIPE LA HOZ  
ALFREDO GASTAÑETA ALAYZA  
LUIS GASTAÑETA ALAYZA  
GUSTAVO MEJIA ROVEGNO

RECEIVED  
Fecha 28 ABR.  
HORA 9:00  
P.V. EL ALOSAIROS S. A. S. RE. TONU  
LIMA 20 PERUON LEGAL  
TELEFS.: 407341 - 406393  
TELEX: 25618 PU SXPET  
CABLES: GARCILAST

Lima, 27 de Abril de 1983

Señor Doctor  
Pedro Coronado Labó  
Gerente Central  
División Legal  
Cofide S.A.  
Presente.-

Corporación Financiera de De  
Oficina Trámite Documentario  
JTD N 605346  
28 ABR 1983  
05346

Muy señor nuestro:

Damos respuesta al aspecto tributario de su consulta de 18 de los corrientes, relacionada con la situación legal de los intereses que abona Cofide a los titulares de los bonos, obligaciones u otros títulos similares que emite la expresada Institución, en los términos siguientes:

1.- De acuerdo con el art. 40º del Decreto Legislativo 206, las emisiones que haga Cofide de bonos, obligaciones u otros títulos similares, así como sus intereses, sean en moneda nacional o extranjera, en el país o en el exterior, están exentos de todo tributo, incluso del impuesto a la renta, - previo Decreto Supremo refrendado por el Ministro de Economía, Finanzas y Comercio. La exoneración tuvo un plazo de vigencia de 20 años.

2.- De conformidad con el art. 18º, inc. m) del Decreto Legislativo 200, que contiene la ley del impuesto a la renta vigente, los intereses de créditos concedidos al Sector Público Nacional, salvo los originados por el depósito de encaje - que realicen las instituciones de crédito, no están afectos - al impuesto a la renta.

3.- De conformidad con el art. 28º del Reglamento del - Decreto Legislativo 200, aprobado por Decreto Supremo 302-82-EFC de 29 de octubre de 1982, el inc. m) del art. 18º de la Ley,

RECEIVED FUERA DE HORA  
Será tramitado el próximo día útil  
28 ABR 1983  
C O F I D E  
OFICINA DE TRÁMITE DOCUMENTARIO

ESTUDIO  
AURELIO GARCIA SAYAN  
ABOGADOS

.2

antes citado, comprende las operaciones de préstamo, las emisiones de bonos, debentures y demás obligaciones y, en general, cualquier operación de crédito concedida al Sector Público con la excepción de los depósitos de encaje realizados por las instituciones de crédito.

4.- De conformidad con el Artículo Unico del Decreto Supremo 339-82-EFC de 29 de noviembre de 1982, para los efectos de lo dispuesto en el inc. m) del art. 18º del Decreto Legislativo 200, el Sector Público está integrado por las entidades a que se refiere el primer párrafo del art. 21º del Reglamento (o sea el gobierno local, las instituciones públicas sectorialmente agrupadas o no, a las sociedades de beneficencia pública, a los gobiernos regionales, a los gobiernos locales y a los organismos descentralizados autónomos) y, además, por las empresas de derecho público, sin excepción alguna, y estatales de derecho privado del sector financiero de fomento.

5.- En nuestra opinión, Cofide califica como una empresa estatal de derecho privado con fines de fomento en atención a que su finalidad legal es contribuir al desarrollo integral del país, mediante la captación de ahorro e intermediación financiera para asignarlo junto con sus propios recursos a la promoción de proyectos y al financiamiento de nuevas empresas o de empresas en funcionamiento en concordancia con las políticas y planes que establezca el Estado. De otro lado, no se discute que Cofide pertenece al Sector Financiero, por la naturaleza de su objeto social y de las operaciones que realiza.

6.- En virtud de lo antes expuesto, los intereses que pague Cofide por las emisiones de bonos u otras obligaciones que emita constituyen actualmente ingresos inafectos al impuesto a la renta para el perceptor de los mismos, de acuerdo con el art. 18º, inc. m) del Decreto Legislativo 200, el art. 28º del Reglamento del Decreto Legislativo 200 aprobado por Decreto Supremo 302-82-EFC y el Artículo Unico del Decreto Supremo 339-82-EFC, que sustituyó el primer párrafo del art. 28º del Reglamento del Decreto Legislativo 200.

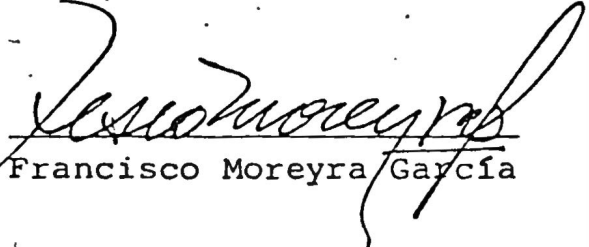
7.- En la materia antes tratada, es nuestra opinión que las normas de inafectación citadas en el párrafo 6 de esta consulta han reemplazado a la norma exoneratoria original contenida en el art. 40º del Decreto Legislativo 206. Es decir, lo que originalmente constituía una renta exonerada de impuesto ha variado su naturaleza para constituir una renta inafecta a dicho impuesto.

ESTUDIO  
AURELIO GARCIA SAYAN  
ABOGADOS

.3

8.- Tratándose de rentas inafectas, opinamos que los intereses que reditúan los bonos Tipo "C" de Ccfide y demás que éste emita al amparo de lo establecido en el art. 40º del Decreto Legislativo 206, no están sujetos ni forman parte de la materia imponible gravada con el impuesto mínimo a que alude el art. 60º, inc. c) del Decreto Legislativo 200 y sus normas reglamentarias.

Muy atentamente,

  
Francisco Moreyra García

ESTUDIO  
AURELIO GARCIA SAYAN  
ABOGADOS

5/1  
EJ  
ESTUDIO

AURELIO GARCIA SAYAN  
FRANCISCO MOREYHA GARCIA  
FERNANDO CARRILLO DE ALBORNOZ  
PEDRO GASTAÑETA GONZALES  
ERNESTO SOUSA MOREYRA  
AUGUSTO DURAND PALACIOS  
JOSE MIGUEL MORALES DASSO  
ALBERTO FELIPE LA HOZ  
ALFREDO GASTAÑETA ALAYZA  
LUIS GASTAÑETA ALAYZA  
GUSTAVO MEJIA ROVEGNO

AV. EL ROSARIO N° 380  
LIMA 27, PERU  
TELEFS.: 407341 - 406393  
TELEX: 25618 PU SXPET  
CABLES: GARCILAST

Lima, 2 de Mayo de 1983

Señor Doctor  
Pedro Coronado Labó  
Gerente Central  
División Legal  
Cofide S.A.  
Presente.-

Muy señor nuestro:

El Decreto Legislativo 206 de 12 de junio de 1981 dictó la ley del Sistema de Fomento y Apoyo Financiero al Desarrollo Empresarial, en cuyo Título III contiene las normas legales relacionadas con la transformación de Cofide. Así, el art. 23° de dicho Decreto Legislativo establece que Cofide es transformada en una empresa estatal de derecho privado, bajo la forma de sociedad anónima y adoptará la denominación social de Corporación Financiera de Desarrollo S.A.; el art. 25° indica que Cofide se rige por las disposiciones del expresado Decreto Legislativo 206, por las disposiciones pertinentes de la ley de Sociedades Mercantiles y por sus Estatutos; y el art. 26° del mismo cuerpo legal, ordena que en los aspectos laboral, tributario, administrativo y contractual, Cofide se sujetará al régimen legal de las empresas privadas.

De acuerdo con el art. 40° del Decreto Legislativo 206 las emisiones de bonos, obligaciones u otros títulos similares, así como sus intereses, sean en moneda nacional o extranjera, en el país o en el exterior, que efectúe Cofide, están exentas de todo tributo, incluso del impuesto a la renta y deben realizarse previo Decreto Supremo refrendado por el Ministro de Economía, Finanzas y Comercio.

Por su parte, por Decreto Supremo 157-81-EFC de 14 de agosto de 1981 se aprobó el Estatuto de Cofide, en cuyo art. 12° la empresa queda autorizada a emitir bonos, obligaciones u otro tipo de valores, en el país o en el extranjero.

En función de las disposiciones legales antes enumeradas - se consulta si Cofide puede prescindir de la exigencia materia - del art. 228º de la Ley de Sociedades Mercantiles N° 16123, rela - cionada con la obligación de que las emisiones de obligaciones - que efectúen las sociedades anónimas cuenten con un sindicato de - obligacionistas y la designación, por la sociedad emisora, de - una institución de crédito, que, con el nombre de fideicomisario, - concorra al otorgamiento del contrato de emisión en nombre de - los futuros obligacionistas. Dicha consulta forma parte de las - preguntas materia de su carta de 18 de abril último.

En nuestra opinión, siendo la naturaleza jurídica de Cofide la de una sociedad anónima y habiendo quedado por ley obligada a cumplir las disposiciones legales que rigen para las empresas que adoptan este modelo societario, en todo aquello que no esté previsto en el Decreto Legislativo 206 que la transformó, - Cofide se encuentra obligada a que las emisiones de bonos que - efectúe al amparo de las autorizaciones legales genéricas que le dan ése derecho, a hacer intervenir a una empresa de crédito en el correspondiente contrato, a los efectos de constituirse en fi deicomisaria de dicha emisión.

Debemos señalar que existen varios precedentes en que empresas bancarias que tienen emitidos bonos al amparo de leyes - que expresamente las facultan para ello, han hecho intervenir en dichas emisiones a otras empresas de crédito que actúan como sus fideicomisarios para estos efectos.

No encontramos disposición legal alguna que permita a la Corporación Financiera de Desarrollo S.A. a eludir este requisito, que es de orden público para las sociedades anónimas establecidas en el Perú; ni la emisión de que trata la presente consulta constituye una que esté regida por normas legales específicas, tal como ocurre, por ejemplo, con las emisiones de bonos que Cofide efectúa, sin el requisito de fideicomisario, al amparo de - lo dispuesto por el Decreto Ley 21020, Decreto que mantiene su - vigencia según lo dispuesto por el art. 36º del Decreto Legislativo 216.

El Fideicomisario que designe Cofide debe ser una institución de crédito. Conade no califica como institución de crédito porque ni su Ley Orgánica ni sus Estatutos la facultan a otorgar créditos. Inversiones Cofide S.A. sí está facultada por el - art. 3º, inc. f) de sus Estatutos para actuar como intermediario y/o fideicomisario en el mercado de valores, "dentro del ámbito de sus funciones". Aunque la limitación final a que alude esta

norma determina que es dudoso si Inversiones Cofide S.A. puede ser fideicomisaria de la emisión de valores de empresas cuya tenencia y administración de acciones y participaciones no tiene, tales como Cofide, consideramos que esta duda podría salvarse si en el Decreto Supremo en el que se aprueben los términos de la emisión, conforme a lo establecido en el art. 40º del Decreto Legislativo 206, se autoriza expresamente a Inversiones Cofide S.A. para intervenir como fideicomisaria de la emisión de bonos que realice Cofide.

En síntesis, para que Cofide pueda efectuar emisiones de bonos al amparo del art. 40º del Decreto Legislativo 206 y art. 12º del Estatuto aprobado por Decreto Supremo 157-81-EFC, debe seguir las formalidades siguientes:

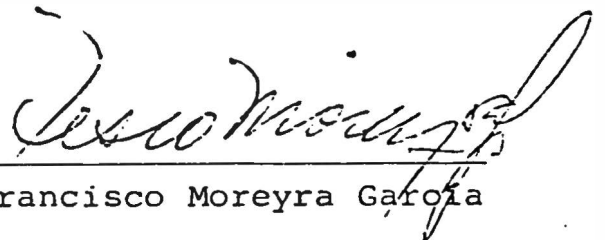
a) Los términos y condiciones de la emisión deben constar del correspondiente contrato aprobado por la Junta General Extraordinaria de Accionistas de Cofide S.A. para dar cumplimiento a lo dispuesto en el art. 22º, inc. c) del Estatuto. El contrato debe establecer el nombre de la institución de crédito que actuará como fideicomisaria. Esta institución podría ser Inversiones Cofide S.A., si el Decreto Supremo mencionado en d) expresamente la autoriza para este fin.

b) La intervención de Inversiones Cofide S.A., a su vez, debe ser aprobada por su Directorio.

c) El contrato de emisión debe ser aprobado por la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores para dar cumplimiento a lo establecido en el art. 11º, inc. g) del Decreto Legislativo 198 que formula la nueva Ley Orgánica de dicha institución pública.

d) El contrato debe ser aprobado por Decreto Supremo expedido por el Ministerio de Economía, Finanzas y Comercio.

Muy atentamente,



Francisco Moreyra García

ESTUDIO  
AURELIO GARCIA SAYAN  
ABOGADOS

AURELIO GARCIA SAYAN  
FRANCISCO MOREYRA GARCIA  
FERNANDO CARRILLO DE ALBORNOZ  
PEDRO GASTAÑETA GONZALES  
ERNESTO SOUSA MOREYRA  
AUGUSTO DURAND PALACIOS  
JOSE MIGUEL MORALES DASSO  
ALBERTO FELIPE LA MOZ  
ALFREDO GASTAÑETA ALAYZA  
LUIS GASTAÑETA ALAYZA  
GUSTAVO MEJIA ROVEGNO

AV. EL ROSARIO N°. 380  
LIMA 27, PERU  
TELEFS.: 407341 - 406393  
TELEX: 25618 PU SXPET  
CABLES: GARCILAST

Lima, 4 de Mayo de 1983

Señor Doctor  
Pedro Coronado Labó  
Gerente Central  
División Legal  
Cofide S.A.  
Presente.-

Muy señor nuestro:

Damos alcance mediante la presente a nuestras comunicaciones de 27 de abril y 2 de mayo del año en curso en respuesta a los asuntos específicos principales de orden legal, relacionados con las emisiones de bonos que proyecta efectuar Cofide, según la consulta que se sirviera usted remitirnos con fecha 18 de abril último.

Uno de los aspectos comunes a la mayoría de los bonos cuyas características tentativas se nos indican es la posibilidad de que la colocación primaria de dichos valores se efectúe con descuento, es decir, que el adquirente del bono pagaría a Cofide por su adquisición un monto inferior al valor nominal del título.

Es claro que no se trata aquí del contrato bancario de descuento que se da en las operaciones de tipo activo que realizan los bancos, cuyo concepto consiste en abonar un banco al cliente en dinero el importe del título del crédito no vencido descontando los intereses correspondientes al tiempo que media entre el anticipo y el vencimiento del crédito.

Se trataría más bien del descuento como formando parte de una operación pasiva de una institución de crédito, en este caso Cofide, operación que aunque es frecuente en otros medios financieros, no está contemplada en nuestra legislación mercantil ni bancaria. En efecto, la Ley de Sociedades Mercantiles N° 16123 en el Título que dedica a la emisión de obligaciones establece que ellas deberán hacerse constar por escritura pública, con intervención del fideicomisario, en la que, entre otros requisitos, debe expresarse el valor nominal del bono, sus intereses, vencimiento, primas



si las hubiere y el modo y lugar del pago (art. 232º, inc. 3º). Nuestra ley mercantil ha previsto pues la emisión de obligaciones con prima pero no ha previsto la emisión de obligaciones con descuento, lo que no necesariamente significa, en nuestra opinión, que las haya prohibido, como sí ha prohibido, expresamente, la emisión de acciones por suma inferior a su valor nominal, aceptando como válida la emisión de acciones con prima (art. 103º).

En consecuencia, es nuestra opinión que desde el punto de vista del derecho mercantil no habría inconveniente de orden legal de que se puedan emitir obligaciones con descuento.

El problema al respecto se suscita por las disposiciones dictadas por el Banco Central de Reserva del Perú con referencia a los intereses que pueden abonar las entidades bancarias o financieras por las operaciones pasivas que realizan, en ejercicio de la autorización que otorga al instituto emisor su Ley Orgánica.

Así, en la circular N° 006-83-EFC/90 de 18 de abril de 1983, se ha dispuesto que la tasa máxima de interés que pueden pagar las instituciones de crédito por sus operaciones pasivas, en cualquiera de sus modalidades, incluidos los depósitos en cuenta corriente, será de 55% anual.

Por otro lado de conformidad con la circular N° 006-82-EFC/90 de 29 de enero de 1982 ha quedado prohibida toda retribución sobre depósitos de dinero por concepto de comisiones, primas, bonificaciones así como de beneficios en especie o cualquier otra forma que directa o indirectamente implique un pago de interés mayor que el pactado que, a su vez, no puede ser mayor que el máximo legal de 55% anual, como está indicado.

La circular antes citada añade que en ningún caso procederá el pago anticipado de intereses.

En nuestra opinión la colocación primaria de obligaciones con descuento importaría el pago anticipado de intereses y tal mecanismo conduciría, a su vez, a un pago de intereses superior al porcentaje anual máximo actualmente permitido para el sistema.

Salvo que se modifiquen o aclaren las circulares del Banco Central de Reserva del Perú antes citadas, consideramos que ellas se oponen a la colocación de obligaciones con descuento, tal como se propone en su consulta bajo respuesta. Deseamos añadir que el descuento en la colocación del título representativo del bono no es un asunto que pueda determinarse en el Decreto Supremo que

ESTUDIO  
AURELIO GARCIA SAYAN  
ABOGADOS

.3

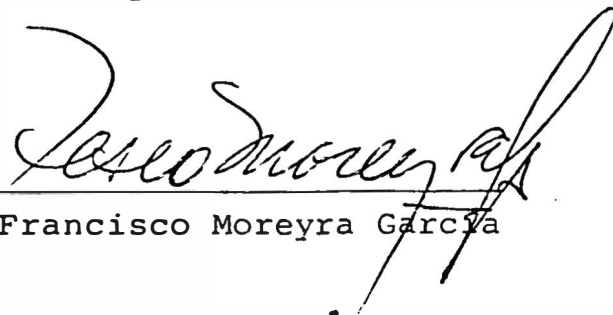
autoriza la emisión, porque se trata de un aspecto de exclusiva - competencia del Banco Central de Reserva del Perú, por mandato de la ley, y porque el descuento no tiene necesariamente que formar parte de las condiciones previas de la emisión (aunque podría serlo, si se juzgase conveniente), pudiendo quedar librado a la decisión del Directorio o administración de Cofide en función de las - condiciones cambiantes del mercado financiero.

Finalmente, queremos destacar que según la circular N° 006-82 EFC/90 de 29 de enero de 1982, las emisiones de bonos que efectúe Cofide deberán estar respaldados por garantías específicas por el íntegro del valor de su emisión, entendiendo por garantías específicas, todas o alguna de las enumeradas en el art. 227° de la Ley de Sociedades Mercantiles N° 16123, o sea:

- a) Hipoteca.
- b) Prenda de efectos públicos, que deberán ser entregados - a una institución de crédito.
- c) Prenda con desplazamiento o sin él.
- d) Garantía del Estado, de personas jurídicas de derecho - público interno o de alguna entidad para-estatal, otorgada conforme a la legislación pertinente.

Ello no obsta a que los tenedores de los bonos puedan hacer efectivos sus créditos sobre los demás bienes, derechos y acciones de la entidad emisora.

Muy atentamente,



Francisco Moreyra García

ESTUDIO  
AURELIO GARCIA SAYAN  
ABOGADOS

AURELIO GARCIA SAYAN  
FRANCISCO MOREYRA GARCIA  
FERNANDO CARRILLO DE ALBORNOZ  
PEDRO GASTAÑETA GONZALES  
ERNESTO SOUSA MOREYRA  
AUGUSTO DURAND PALACIOS  
JOSE MIGUEL MORALES DASSO  
ALBERTO FELIPE LA HOZ  
ALFREDO GASTAÑETA ALAYZA  
LUIS GASTAÑETA ALAYZA  
GUSTAVO MEJIA ROVEGNO

AV. EL ROSARIO N° 380  
LIMA 27, PERU  
TELEFS.: 407341 - 406393  
TELEX: 25618 PU SXPET  
CABLES: GARCILAST

Lima, 5 de Mayo de 1983

Señor Doctor  
Pedro Coronado Labó  
Gerente Central  
División Legal  
Cofide S.A.  
Presente.-

Muy señor nuestro:

Complementamos mediante la presente nuestras comunicaciones de 27 de abril, 2 de mayo y 4 de mayo del año en curso todas ellas relacionadas con las emisiones de bonos que proyecta efectuar Cofide, según la consulta que se sirviera usted remitirnos con fecha 18 de abril último.

Mediante la presente hacemos comentarios legales específicos relativos a cada una de las modalidades que tendrían los bonos que se sugiere en su consulta:

1.- Bono en moneda extranjera.-

a) El valor nominal mínimo de cada bono no debería ser inferior a US\$1,000, por los peligros de falsificación y problemas de control que suscitaría una emisión de bonos por un valor nominal tan reducido como el que se propone, lo que significaría además una competencia con ventaja respecto de los certificados bancarios en moneda extranjera, introduciendo un factor adicional de desconcierto en el mercado.

b) Las ganancias por diferencia de cambio que efectúen las personas naturales no constituyen renta sujeta al impuesto a la renta. Las ganancias por diferencia de cambio que efectúen las personas jurídicas que adquieran estos bonos sí constituirían ingresos afectos al impuesto a la renta. Para inafectar o exonerar dichas ganancias del impuesto a la renta de las personas jurídicas, se precisa de la correspondiente ley del Congreso, ley que entraría en vigencia a partir del año calendario siguiente al de su promulgación, según lo dispuesto por la parte final del art. 195° de la Constitución Política del Estado.

c) El plazo de redención del bono es excesivamente corto, especialmente dada la índole de Cofide, cuya cartera de colocaciones suponemos tiene un porcentaje alto de préstamos a mediano y largo plazo.

2.- Certificado de depósito en moneda nacional.-

a) Tratándose de títulos que deberán extenderse en forma nominativa, su transferibilidad no puede ser efectuada por simple endoso sino por un mecanismo que guarde armonía con lo dispuesto en los arts. 30º, 31º y 32º de la Ley de Títulos-Valores Nº 16587.

b) El tipo de interés que devenguen puede ser el que fije el acuerdo de emisión, aprobado por la Junta General Extraordinaria de Accionistas de Cofide, y no por el Directorio, y no podrá exceder de los tipos máximos fijados por el Banco Central de Reserva del Perú.

c) El plazo de redención del certificado es excesivamente corto, por las mismas razones antes expuestas.

d) No hay prohibición legal para que Cofide exija de sus prestatarios en general que mantengan inmovilizado en Cofide, como garantía, un porcentaje del saldo de los préstamos que obtengan de Cofide, invertido en este tipo de obligaciones u otras, pero consideramos que esta determinación es propia de la administración de Cofide y no debe formar parte ni vincularse a las condiciones de su emisión.

3.- Bonos Tipo "C" modificado.-

a) Consideramos que el proyecto de ley mediante el cual se introducen modificaciones a las condiciones contempladas en el Decreto Ley Nº 21020 que autoriza la emisión de bonos tipo "C" por Cofide, es formalmente correcto.

Aunque según hemos opinado en nuestra consulta de 4 de mayo último, la colocación primaria de bonos con descuento de su valor nominal no puede ser obviada legalmente mediante un Decreto Supremo, por cuanto su resultado sería entrar en conflicto con Circulares dictadas por el Banco Central de Reserva del Perú en ejercicio de una autorización jerárquicamente superior, de orden legal, tratándose de una ley ello podría conseguirse aunque subsistiría técnicamente la duda, no resuelta de modo expreso en nuestra Constitución, de si una Ley Orgánica prevalece respecto de una ley ordinaria.

4.- Bono Tipo "R".-

El tipo de interés que devenguen puede ser el que fije el instrumento de emisión, aprobado por la Junta General Extraordinaria de Cofide, y no por el Directorio, y no podrá exceder de los máximos fijados por el Banco Central de Reserva del Perú.

5.- Bono en Moneda Nacional.-

a) El valor mínimo de cada bono nos parece excesivamente reducido por las mismas razones antes expuestas.

b) El tipo de interés que devenguen puede ser el que fije el instrumento de emisión, aprobado por la Junta General Extraordinaria de Accionistas de Cofide, y no por el Directorio y no podrá exceder de los máximos fijados por el Banco Central de Reserva del Perú.

c) No hay prohibición legal para que Cofide exija de sus prestatarios en general que mantengan inmovilizado en Cofide, como garantía, un porcentaje del saldo de los préstamos que obtengan de Cofide, invertido en este tipo de obligaciones u otras, pero consideramos que esta determinación es propia de la administración de Cofide y no debe formar parte ni vincularse a las condiciones de su emisión.

6.- Certificado de Depósito Reajutable.-

a) Las ganancias por diferencias de cambio que efectúen las personas jurídicas que adquieran estos certificados constituirían ingresos afectos al impuesto a la renta. Para inafectar o exonerar dichas ganancias del impuesto a la renta de las personas jurídicas se necesita de la correspondiente ley de Congreso, ley que entraría en vigencia a partir del año calendario siguiente al de su promulgación, según lo dispuesto en la parte final del art. 195º de la Constitución Política del Estado.

Quedamos a su disposición para cualquier aclaración o información adicional que requieran respecto de los puntos tratados en esta consulta y las de 27 de abril último y 2 y 4 de los corrientes.

Muy atentamente,

  
Francisco Moreyra García