



**Universidad de Chile**  
**Facultad de Economía y Negocios**  
**Escuela de Economía y**  
**Administración**

# **Descripción Mercado Secundario de Renta Fija y Bonos Corporativos en Chile**

Seminario de Título Ingeniería Comercial, Mención  
Administración de empresas

Autor: Boris Alejandro Restovic Candia

Profesor Guía: José Luis Ruiz Vergara

Santiago de Chile, 2011

# Índice

<b>Introducción.....</b>	<b>2</b>
<b>1) Mercado Secundario de Renta Fija .....</b>	<b>4</b>
1.1) Bonos Soberanos en Chile.....	4
1.2) Mercado Interbancario.....	5
1.2.1) OTC Tasas.....	6
1.2.2) OTC Puntas.....	6
1.2.3) Mercado de Puntas.....	7
1.2.4) Brokers.....	7
1.3) Mercado Fuera de Bolsa.....	9
1.4) Mercado Bursátil.....	10
<b>2) Emisión de Bonos Corporativos en Chile.....</b>	<b>11</b>
2.1) Selección Agente Estructurador.....	12
2.2) Contrato de Emisión.....	12
2.3) Clasificación de Riesgo.....	13
2.3.1) Clasificación de Solvencia.....	14
2.3.2) Clasificación Final.....	15
2.3.2.a)Resguardos.....	15
2.3.2.b)Garantías.....	16
2.4) Inscripción en la SVS.....	16
2.5) Inversionistas Institucionales.....	17
2.6) Colocación.....	18
<b>3) Características de las Colocaciones según datos Empíricos.....</b>	<b>19</b>
3.1) Monto Colocado.....	20
3.2) Principales Colocadores.....	21
<b>4) Diagnósticos y Señales para el Mercado de Renta Fija en Chile.....</b>	<b>24</b>
4.1) Emisión de Bonos Soberanos.....	24
4.2) Proyecciones del mercado de Renta Fija.....	27
<b>5) Conclusiones y Comentarios.....</b>	<b>32</b>
<b>Bibliografía.....</b>	<b>35</b>

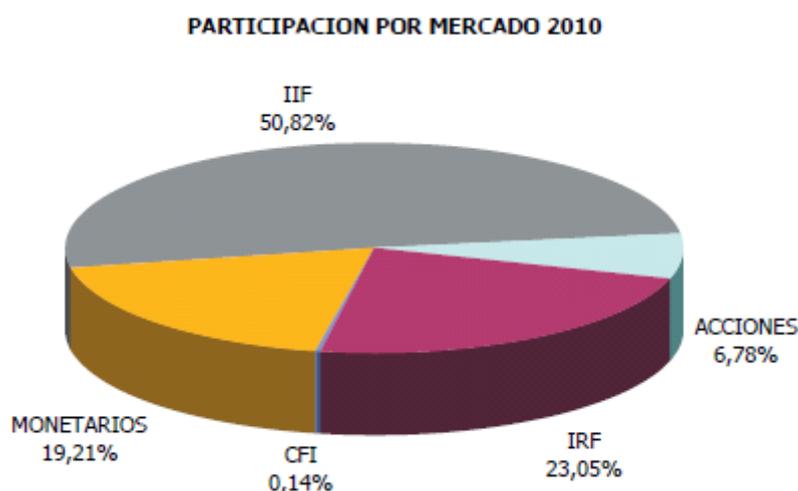
## Introducción

La importancia del mercado secundario de deuda está en su influencia sobre el financiamiento corporativo, el manejo en carteras de inversionistas institucionales, financiamiento del gobierno, ejecución de política monetaria y financiamiento a corto plazo de empresas y agentes financieros. Además, conocer este mercado es relevante para reguladores financieros por diversas razones. En primer lugar, en este mercado operan entidades reguladas, como fondos de pensiones, compañías de seguros, bancos, fondos mutuos e intermediarios. Entonces, se debe velar por que las condiciones de contratación sean adecuadas en beneficio de las entidades reguladas y por ende, de sus clientes e inversionistas. En segundo lugar, en su rol de generar políticas, necesitan identificar obstáculos presentes en el mercado secundario que puedan entorpecer la transacción eficiente de recursos en la economía. En tercer lugar, se deben identificar los factores que podrían originar deficiencias en la integridad del mercado, entendiéndose como su manipulación o el uso indebido de información privilegiada. Finalmente, los reguladores requieren conocer los elementos que podrían dificultar una adecuada información de precios, para una buena valoración de portafolios de inversión por parte de inversionistas institucionales.

Si analizamos los volúmenes que se manejan en este mercado, durante el año 2010 se realizaron significativas colocaciones de emisión primaria de empresas a través del Sistema de Remate Holandés, mecanismo que ya se está estableciendo como preferido en este tipo de operaciones. Así se alcanzó en conjunto un monto colocado de M\$ 2.455.368 millones (US\$ 4.726 millones), cifra inferior en un 46% del monto colocado durante el año 2009. En total, el mercado de renta fija registró transacciones por \$ 91.151.341 millones (US\$ 194.013 millones), lo cuál refleja un caída de 14,3% con respecto al año anterior.

En cuanto a la participación que alcanzó el mercado de Instrumentos de Renta Fija (IRF) durante el año 2010, fue de un 23,05% sobre el total transado. Esto refleja el alto volumen de transacciones que se realizan, como también el mercado de Instrumentos de Intermediación Financiera (IIF), que se caracterizan por tener un plazo menor a un

año, que alcanzaron un 50,82% de participación. Esto se puede reflejar en el siguiente cuadro:



*Fuente: Estadísticas Anuales 2010, Bolsa de Comercio de Santiago.*

El siguiente trabajo busca describir las principales características que tiene el mercado de renta fija en Chile, específicamente el funcionamiento del mercado secundario de bonos de largo plazo, emitidos al sector público, dentro del cuál entenderemos los principales agentes que actúan en este, los instrumentos que se transan, junto con las plataformas mediante las cuáles se realizan las operaciones de este tipo.

Por otro lado, veremos en profundidad el funcionamiento de la emisión de bonos corporativos, entendiéndose por bonos, aquellos títulos de oferta pública que son representativos de deuda, que tienen un período de duración mayor a un año. Analizaremos sus principales características, el proceso de emisión de estos, el cuál se puede desglosar en las siguientes etapas: Selección del asesor financiero (diseño del instrumento), contrato de emisión, clasificación de riesgo del instrumento, inscripción en la SVS, principales inversionistas institucionales y la posterior colocación.

Además analizaremos a un modo macro, la emisión de Bonos Soberanos que ha realizado el gobierno Chileno y las señales que genera en el mercado este tipo de operaciones, junto con sus rendimientos observados y la posición financiera que tiene Chile con respecto a otros países Latinoamericanos. Por último, veremos las proyecciones que hay en cuanto al mercado de Renta Fija, de acuerdo a sus principales

indicadores: Tasas nominales y reales, comportamiento de la Tasa de Política Monetaria, efectos producto de los mercados internacionales (Comportamiento de los Treasuries, cambios en precios de los commodities, entre otros.), y efectos producto de la economía local (Expectativas de inflación, expectativas de actividad económica, etc.), que afectan de distinta manera los rendimientos y benchmarks en el mercado de deuda pública.

## **1) Mercado secundario de renta fija (Bonos Soberanos)**

### *1.1) Bonos soberanos en Chile*

Estos instrumentos cumplen roles importantes dentro de la economía, tanto para el sector privado como público. Por ejemplo, en el caso de la Tesorería General de la República, permite tomar mejores decisiones de consumo e inversión, ajustando más eficientemente sus patrones. Por otro lado, el Ministerio de Hacienda puede diversificar el riesgo en moneda extranjera involucrado en sus pasivos, debido a la importancia que tienen los ingresos del cobre, le permite cubrirse ante cambios bruscos en las condiciones de financiamiento en mercados internacionales, lo cuál mediante posiciones que tome con respecto al dólar o el peso, puede alargar el plazo de los pasivos.

Ahora bien, en cuanto al Banco Central de Chile, con estos instrumentos se facilita el financiamiento de Reservas Internacionales, reduciendo la vulnerabilidad ante posibles crisis, se pueden obtener expectativas del mercado como compensaciones inflacionarias (diferencia geométrica) de los rendimientos de bonos nominales (\$) e indexados (UF). También es importante en el corto plazo para la implementación de la política monetaria.

En cuanto al sector privado, este mercado es importante para la generación de instrumentos de renta fija privados, de los instrumentos de renta variable a través de distintos modelos<sup>1</sup>. Por otro lado, permite a los bancos e inversionistas institucionales, tomar mejores decisiones en cuanto a la composición de sus pasivos y activos, como

---

<sup>1</sup> Por ejemplo CAPM

también el manejo de riesgos involucrados. Además, en mercados emergentes como el caso Chileno, genera buenas alternativas de inversión para inversionistas extranjeros en busca de rentabilidades.

El mercado de renta fija, se puede dividir en 3 plataformas: el mercado interbancario, el mercado fuera de bolsa y el mercado bursátil, los cuales se describirán a continuación.

## *1.2) Mercado Interbancario*

Primero hay que realizar una distinción en aquellas transacciones que se realizan en mercados bursátiles y las que se desarrollan fuera de ellos, en el caso Chileno, refiriéndonos a las primeras, estas son realizadas por un intermediario, que corresponde a la Bolsa de Comercio de Santiago, a través de subastas continuas con un espacio físico y horarios preestablecidos. Con respecto a las segundas, estas se desarrollan directamente entre parte vendedora y compradora, que son denominadas transacciones Over The Counter (OTC). El mercado interbancario funciona de la segunda forma, el cuál tiene cuatro plataformas:

- OTC tasas
- OTC puntas
- Mercado de puntas
- Brokers

Este se puede interpretar como un mercado mayorista, en el cuál transan solo bancos residentes, salvo en el caso de los Brokers, que pueden transar bancos que no sean residentes. Cabe mencionar que si bien la Bolsa de Comercio entrega la plataforma para generar estas transacciones, no tiene influencia alguna en la forma que éstas se estructuran.

Los instrumentos que se transan en este mercado son índices de bonos a UF-05, UF-07, UF-10, UF-20, Pesos-05 y Pesos-10. Estos corresponden a Benchmarks<sup>2</sup>, donde

---

<sup>2</sup> Son tasas promedio ponderadas que se obtienen mediante las transacciones de bonos del Banco Central y de la Tesorería, junto con transacciones spot del mercado interbancario OTC-tasas, teniendo un filtro discriminatorio descartando operaciones que no cumplan con cantidad transada y tasas máximas o mínimas.

también se debe tener en cuenta que la transacción final es de bonos físicos entre bancos, lo cuál es aceptable que se realicen combinaciones que permitan replicar algún índice antes descrito.

Por otro lado, en este mercado se transan Forwards de estos índices, donde comúnmente se realizan sobre instrumentos en UF. Además, se transan Swaps Promedio Cámara, con plazos de 6 meses a 20 años, pero los con plazos entre 6 meses a 5 años son los más líquidos. Tanto en las plataformas de Mercado de Puntas, OTC Tasas como en los Brokers, se realizan Seguros de Inflación, que corresponden a Forwards de UF.

### *1.2.1) OTC Tasas*

Operada por la Bolsa de Comercio de Santiago (BCS), sólo transan los bancos residentes en Chile. Es una plataforma electrónica, que corresponde a un mercado fuera de bolsa, aunque sea operado por la BCS.

Los bancos tienen la opción de entrar por un lado comprador o vendedor, no se tiene la obligación de realizar cotizaciones de compra o venta (Bid o Ask) como usualmente ocurre en el Mercado de Puntas. Las transacciones se realizan por montos mínimos<sup>3</sup>.

Unas de las características principales de este mercado corresponden al anonimato, por lo que es común que un gran número de transacciones se concentren aquí.

Dada la particularidad de los instrumentos que son relativamente pequeños, cambios en los precios vienen dados por grandes movimientos de compra o venta, ya que todos pueden ver esas posturas.

### *1.2.2) OTC Puntas*

Se encuentra operada por la Bolsa de Comercio de Santiago, y es una plataforma electrónica.

Comparándola con la plataforma OTC Tasas, en este caso si es obligación realizar cotizaciones de compra o venta (Bid o Ask), pero con los mismos montos mínimos. En

---

<sup>3</sup> 50.000 UF en el caso de índices de Bonos en UF o indexados, y \$ 500 millones en el caso de índices de bonos en pesos o nominales.

esta plataforma se establecen negociaciones cerradas, vale decir, las transacciones solo las ven las partes involucradas, el resto de los bancos no tienen acceso a ellas.

En cuanto a los montos mínimos de transacción, estos no existe, pero se tiende a realizarse negocios por 50.000 UF en caso de índices de bonos en UF o indexados, y \$ 5.000 millones en caso de índices de bonos en pesos o nominales. Por lo mismo, se tiene el beneficio que ante compras mayores, no hay grandes movimientos en los precios, como en el caso de OTC tasas. Claramente el precio va a depender de la liquidez de los instrumentos en todas las plataformas, posiciones con respecto a los mismos puede generar información con respecto a la tasación de estos activos, lo cuál genera variaciones en corto plazo que tendrán distintos efectos según la plataforma en la que se está operando.

### *1.2.3) Mercado de Puntas*

Corresponde a una plataforma telefónica y organizada por los bancos. Las transacciones y comunicación se realizan a través de lo que se llama “capítulos telefónicos” de una red privada de comunicación.

Es una obligación también realizar cotizaciones de compra o venta (Bid o Ask) en esta plataforma, con los mismos montos que en el caso anterior. También se tiene la ventaja de negociaciones cerrada, en donde la información es compartida por las partes y no para todos los bancos.

Es muy importante en este caso el curso histórico de relaciones pasadas entre las partes, de acuerdo al éxito de las transacciones que hayan realizado, y en sus planificaciones futuras de negociación.

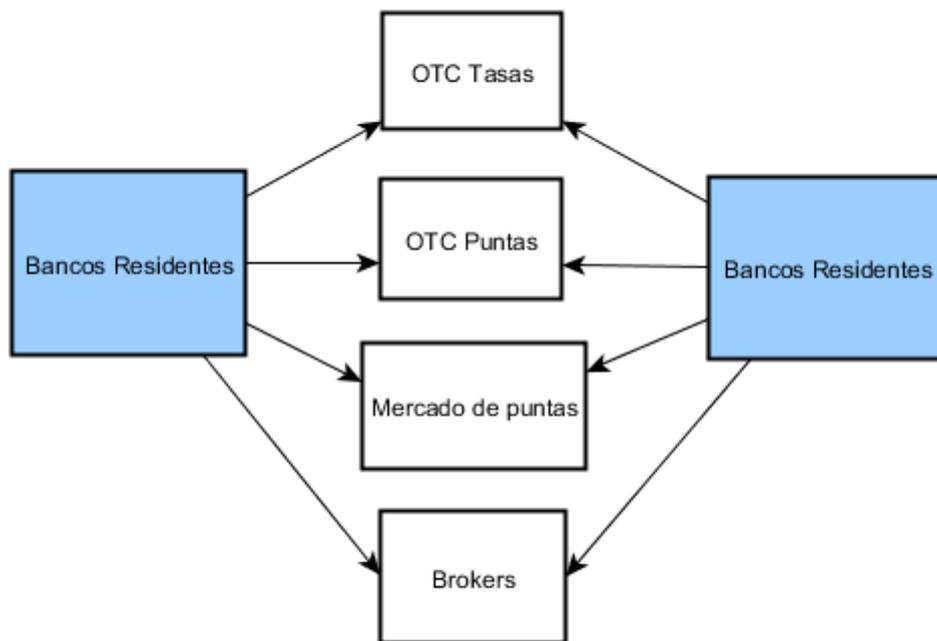
### *1.2.4) Brokers*

Esta plataforma, se encuentra conformada por transacciones realizadas tanto de manera electrónica como telefónica. Operada por intermediarios denominados Brokers, los cuales permiten a otros Bancos realizar operaciones utilizando el anonimato, con una comisión asociada. Estas comisiones se obtienen de ambas partes o alguna, siendo porcentuales de cuando se cierran las operaciones. A modo de

ejemplo, un banco que realiza grandes cantidades de transacciones, se le puede cobrar una comisión fija anual, y este puede transar ilimitadamente durante el año.

En esta plataforma pueden actuar bancos que no son residentes. Dada las implicancias tributarias que se dan en Chile, estos agentes se orientan al mercado de forward, específicamente Swap Promedio Cámara. Se transan además Seguros de Inflación, en donde los montos mínimos corresponden a UF 200.000 en caso de índices de bonos en UF o indexados y \$ 5.000 millones en caso de índices de bonos en pesos o nominales.

**Figura 1: Mercado Interbancario de Renta Fija.**



*Fuente: Banco Central de Chile, Estudios Económicos Estadísticos, "Funcionamiento mercado secundario de bonos soberanos en Chile".*

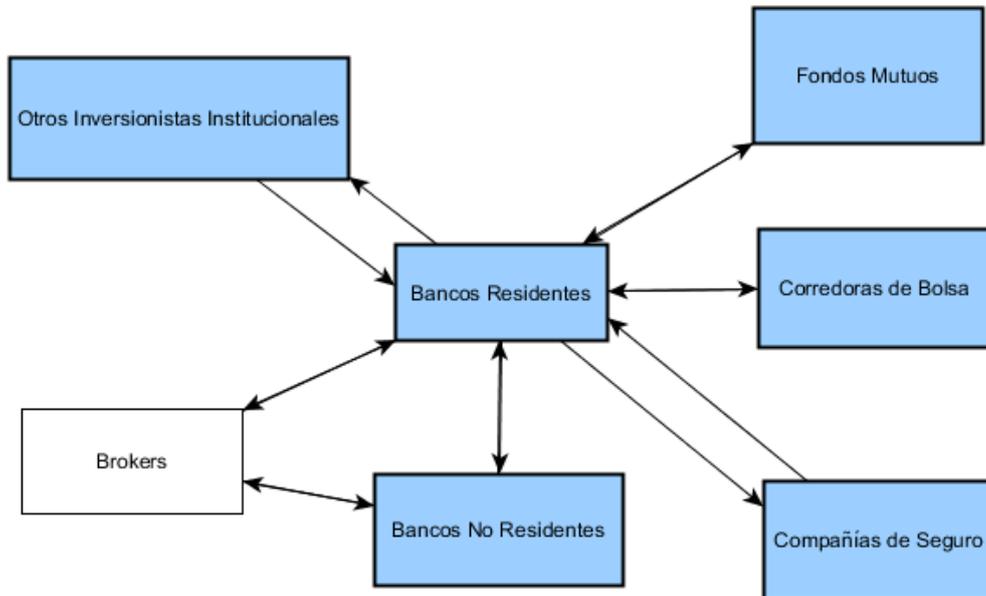
### *1.3) Mercado Fuera de Bolsa*

No se tiene una plataforma una plataforma para realizar las transacciones, corresponde a un mercado OTC, donde los intermediarios corresponden a bancos residentes. Las transacciones se realizan principalmente de manera telefónica, y participan distintos tipos de agentes como: bancos residentes, compañías de seguros, corredoras de bolsa, fondos mutuos, bancos no residentes e inversionistas nacionales, como agencias de valores, grandes empresas y fondos de inversión.

Se puede establecer entonces como un mercado minorista en donde los bancos residentes son los intermediarios (mayoristas) a quienes les compran y venden bonos emitidos por el Banco Central y la Tesorería con los índices Benchmarks construidos sobre la base del comportamiento de estos bonos, y los instrumentos derivados sobre estos.

Existen temas regulatorios y tributarios sobre estos instrumentos, destacando para el caso de los bancos no residentes, donde dado el alto impuesto asociado a la transacción de bonos físicos, no realizan transacciones de este tipo. También en el caso de los fondos mutuos, donde si bien pueden realizar transacciones de Seguros de Inflación, en general no lo realizan. Por otro lado se encuentra el caso de las AFP, las cuales no realizan operaciones en este mercado, ya que por restricciones de regulación sólo pueden transar en mercados bursátiles. Sin embargo, pueden operar en el mercado primario de bonos soberanos, a través de licitaciones de bonos del Banco Central y La Tesorería.

**Figura 2: Mercado Fuera de Bolsa.**



*Fuente: Banco Central de Chile, Estudios Económicos Estadísticos, "Funcionamiento mercado secundario de bonos soberanos en Chile".*

#### 1.4) Mercado Bursátil

En este mercado se transan papeles del Banco Central y la Tesorería, a través de dos plataformas: Los Remates Electrónicos y el Telerenta. Los papeles transados son administrados mediante condiciones impuestas por la Bolsa de Comercio de Santiago. Cabe destacar que un gran porcentaje de las transacciones se realiza mediante los Remates Electrónicos (87%) y en menor medida en el caso de la Telerenta (17%)<sup>4</sup>.

Aquí transan agentes como las AFP, Fondos Mutuos, Compañías de Seguro, Inversionistas Institucionales y Bancos Residentes, mediante operadores directos. Los cuales son corredores de bolsa por contrato con inversionistas institucionales o bancos para realizar operaciones.

<sup>4</sup> Datos obtenidos a partir de estudios económicos estadísticos del Banco Central de Chile en el año 2009, a través de encuestas realizadas a los principales Bancos del mercado.

Los tipos de instrumento que se transan en este mercado corresponden a: BCU, BCP, PRC, CERO, BTU y BTP. Son papeles físicos con vencimientos y montos específicos en cada caso. Estos vendrían siendo los bonos que conforman los índices benchmarks, transados en el mercado interbancario y en el mercado fuera de bolsa.

En el caso de la Telerenta, se realizan transacciones de forwards sobre estos benchmarks, pero con un nivel de transacciones más bajo.

## **2) Emisión de Bonos Corporativos en Chile**

Dentro de las principales características que tienen los bonos corporativos, corresponde a la incapacidad de aislar fuentes de repago, con lo que se establece una relación directa entre la solvencia de la empresa que emite el bono, y la clasificación de este. Por lo mismo, la estructura legal es simple y se busca que los derechos de los acreedores no sean modificados con el fin de exigir el retorno sobre la inversión que corresponde. Además estas emisiones son la alternativa más común para obtener pasivos desintermediados por parte de las compañías, generalmente en busca de fondos para nuevas inversiones, refinanciamiento de pasivos, y otros usos.

Dependiendo del tipo de bono, en general las amortizaciones de capital son semestrales, luego de períodos de gracia. En otros casos se reserva el pago del principal para la última cuota, y tienen cupones semestrales de intereses durante la vida del instrumento. La relación riesgo retorno de los bonos, está directamente relacionada con la solvencia que tenga la compañía emisora, con lo que bonos corporativos asociados a proyectos de inversión relativamente riesgosos, podrían beneficiarse los acreedores de la estabilidad de los flujos de efectivo producto de la operación principal del emisor. Por otro lado, si bien una inversión puede tener flujos de efectivo estables en el tiempo, si el emisor corresponde a una empresa con desequilibrios financieros comprometida con operaciones con alta volatilidad, entonces el costo de financiamiento se verá impactado.

Los bonos corporativos, mejor dicho, la emisión de bonos corporativos, se encuentran regulados por la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS), con una ley de valores y

normativas establecida, la cuál registra las distintas emisiones, instrumentos y empresas.

El proceso de emisión de bonos, se puede clasificar en las siguientes etapas: Selección del agente estructurador (asesor financiero/diseño del instrumento), contrato de emisión, clasificación de riesgo del instrumento, inscripción en la SVS, principales inversionistas institucionales y la colocación.

### *2.1) Selección Agente Estructurador*

Punto de partida ante cualquier emisión de bonos corporativos, es elegir a un asesor financiero, el cuál apoya en las gestiones de diseño del instrumento, inscripción en la superintendencia del instrumento, como también realizar la colocación del instrumento y el posterior remate. El uso de asesores financieros, no es algo que sea imprescindible para las empresas en cuanto a la emisión de un bono, sin embargo, el nivel de experiencia que se requiere respecto a la legalización, el uso y buen manejo del mercado de capitales, hace que estos agentes sean muy utilizados.

En general los asesores financieros, corresponden a instituciones financieras con alta presencia en la banca comercial (Ej: bancos de inversiones como Celfin Capital, Larraín Vial), y otros relacionados a bancos extranjeros (Ej: BBVA, BICE, Banchile, entre otros.) con baja actividad en negocios tradicionales de la banca o agentes de bolsa nacionales.

En cuanto a la relación cliente-agente, se establece un mandato definiendo obligaciones entre las partes y la capacidad de gestionar la emisión por parte del agente estructurador. Estas relaciones se establecen ya sea por confianza, o por las propuestas de los distintos agentes en el plano competitivo que el emisor requiere, donde la decisión pasa a ser en base a las condiciones y costos asociados a cada propuesta.

### *2.2) Contrato de Emisión*

Corresponde al documento mediante el cual se establecen las condiciones legales y financieras del bono, como también la suscripción entre la sociedad emisora y el representante de los tenedores de los bonos, como contraparte de la colocación. En

general la contraparte no participa activamente en las cláusulas de los contratos, sino más bien en una revisión de la normativa legal y reglamentaria en la realización. Generalmente los tenedores de bonos corresponden a instituciones financieras que pueden ser confirmadas o no por la junta de tenedores una vez colocado el bono. El representante de los tenedores de bonos se encarga de la coordinación de los tenedores, recibiendo información importante por parte del emisor fijado en el contrato, y cerciorarse del cumplimiento de los resguardos establecidos.

La descripción detallada de las características de la emisión de deuda, identificadas dentro del contrato, corresponden en general a lo siguiente: El monto a emitir, las series inscritas de los bonos, las tasas de interés, amortizaciones, posibilidad de prepago, uso de los fondos, resguardos y garantías.

### *2.3) Clasificación de Riesgo*

Muy común en los mercados financieros alrededor del mundo. Tiene sus comienzos a principios del siglo XX. Se refiere principalmente a asignar a los papeles de deuda una determinada categoría de riesgo sobre una base homogénea. Esta clasificación es realizada generalmente por empresas privadas independientes que operan ya sea en mercados globales, como locales dependiendo las distintas normativas en cada país. Las agencias de clasificación más conocidas en los mercados internacionales son Standard & Poor's Rating Agency y Moody's Investor Services, ubicadas en Nueva York, Estados Unidos.

Entrando a la clasificación propiamente tal, la clasificación más conocida y la escala que más se conoce mundialmente es la que asigna AAA para instrumentos de menor riesgo relativo, para luego seguir con AA, A y BBB dentro de los grados de inversión, y luego BB para grados ya mas especulativos. Por otro lado, se asignan signos positivos o negativos a las categorías AA e inferiores, para representar los riesgos relativos dentro de cada categoría.

Esta exigencia legal comenzó a regir en Chile a partir del año 1989, donde existen hasta el día de hoy tres clasificadoras de riesgo con vinculación a las tres que operan globalmente. Desde 1996 Standard & Poor's tiene una alianza con Fitch IBCA.

Moody's con una participación minoritaria en Humprey's, y Fitch, que controla a Fitch Chile mediante la adquisición de Duff & Phelps en materia internacional.

Es importante destacar también que, según la ley No 18.045 del Mercado de Valores en el artículo 8º bis se señala lo siguiente:

*“En la inscripción de emisiones de títulos de largo plazo a que se refiere el título XVI, el emisor deberá presentar, conjuntamente con la solicitud de inscripción, dos clasificaciones de riesgo de los títulos a inscribir, realizadas de conformidad a las disposiciones del Título XVI.*

*Tratándose de la inscripción de los títulos de deuda de corto plazo a que se refiere el Título XVII, bastará la presentación de una clasificación de riesgo de los títulos a inscribir, efectuada en la forma expuesta en el inciso anterior.*

*Sin perjuicio de lo señalado en los incisos anteriores, tratándose de títulos de deuda destinados a ser ofrecidos en los mercados especiales que se establezcan en virtud del inciso segundo del artículo anterior, la presentación de las clasificaciones de riesgo será voluntaria. En todo caso, las clasificaciones de riesgo que se presenten deberán someterse a las disposiciones contempladas en el Título XIV de la ley”<sup>5</sup>.*

### **2.3.1) Clasificación de Solvencia**

Para poder determinar un nivel de riesgo relativo al bono que se quiere emitir, se debe determinar la solvencia del emisor, para esto se necesitan dos enfoques complementarios. En primer lugar, se necesita un perfil del negocio, enfoque cualitativo, donde a partir de información cuantitativa, principalmente proveniente de los Estados Financieros de la empresa en cuestión<sup>6</sup>, se trata de entender el negocio de la compañía y la posición relativa que se tiene en ellos. En segundo lugar, corresponde al perfil financiero, cifras e indicadores que muestren la capacidad de las empresas para cumplir con sus obligaciones, políticas de largo plazo y el grado de compromiso de la administración. De esta manera se obtiene la clasificación de solvencia, entonces,

---

<sup>5</sup> Ley No 18.045, Artículo 8º bis, Superintendencia de Valores y seguros.

[http://www.svs.gob.cl/sitio/legislacion\\_normativa/marco\\_legal/ley\\_18045\\_agosto2010.pdf](http://www.svs.gob.cl/sitio/legislacion_normativa/marco_legal/ley_18045_agosto2010.pdf), página 4.

<sup>6</sup> Generalmente empresas abiertas en bolsa, cuya información de sus EEEF, se encuentran publicados por la SVS.

empresas que operan en industrias que son inestables y de alta volatilidad, necesitarán una mayor fortaleza financiera que en el caso de una empresa que opera en una industria mas estable, con el fin de tener la misma clasificación. Es esperable también que compañías que dominan una industria competitiva tengan mejores calificaciones que aquellas empresas más pequeñas en esta misma, ya que pueden ser más vulnerables teniendo una estructura financiera parecida.

### *2.3.2) Clasificación Final*

Dos aspectos que pueden tener influencia directa sobre la clasificación de riesgo, corresponde a los resguardos y garantías.

#### *2.3.2.a) Resguardos*

Los resguardos<sup>7</sup> corresponden a acuerdos en el contrato de emisión que establecen las características de la deuda y financieras del emisor. Se puede resumir en los siguientes aspectos:

- a) Limitaciones, obligaciones y prohibiciones.
- b) Causas de aceleración en el pago.
- c) Responsabilidades ante fusiones, divisiones o transformaciones.

En el primer caso corresponden a obligaciones por parte del emisor de mantener información clara a los tenedores de los bonos como también de la calidad crediticia. Entre estos compromisos se encuentran:

- Entrega de hechos relevantes e información financiera.
- Mantener activos libres de gravámenes.
- Provisiones por contingencias adversas.
- Seguros para proteger los activos del emisor.
- Razones financieras como endeudamiento máximo, liquidez mínima, cobertura de intereses, entre otros.

En el segundo caso, causales de aceleración generan que se efectúe el pago total de la obligación ante situaciones que generen problemas de solvencia, como en el caso de:

---

<sup>7</sup> También conocidos como Covenants.

- No pago de cupones del bono u otra deuda.
- Aceleración de otra deuda.
- Disolución anticipada de la sociedad.
- Insolvencia o convenios judiciales.
- Antecedentes falsos.
- Incumplimiento de los compromisos señalados anteriormente y mantener esto durante un tiempo establecido.

Con respecto al tercer aspecto, el compromiso va en mantener la responsabilidad de la empresa con respecto a la emisión o de las sociedades resultantes si es que hay un eventual cambio en la estructura.

Si en el contrato se presentan suficientes resguardos para los tenedores de bonos, la clasificación del bono debería ser igual a la de la solvencia.

#### *2.3.2.b) Garantías*

En caso de la emisión de bonos, se busca asegurar el cumplimiento de pago de la obligación, como también las oportunidades de que esos pagos se generen, en este sentido cuando debe liquidarse un activo físico, es difícil de asegurar. Es por esto que las garantías no son muy significativas en cuanto a la clasificación de riesgo de un bono, pero sí pueden mejorar la clasificación de solvencia, garantías suficientemente líquidas, garantías explícitas por otras sociedades, que cuenten con una condición crediticia mejor que la del emisor.

#### *2.4) Inscripción en la SVS*

Según lo dispuesto en el título XVI de la ley 18.045 de Mercado de Valores, aquellas instrumentos de deuda que se quieran ofrecer en el mercado Chileno, por instituciones no financieras, debe ser en forma de bonos. Estos deben inscribirse en el registro de valores de la SVS. En el caso de instituciones financieras, deberán inscribirse en los registros de la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras (SBIF).

La Norma de Carácter General 30 de 1989 establece el proceso de inscripción y las modificaciones que se hayan realizado. En esta se detalla las condiciones y requisitos para sociedades emisoras y para otros instrumentos. En cuanto a los bonos, en la sección IV se detalla los siguientes requerimientos:

- Escritura de emisión: Contrato con el representante de los tenedores de bonos, en donde se establecen las cláusulas de la emisión.
- Prospecto: Documento en el cuál da información sobre todos los aspectos de la emisión a los inversionistas. Como las características del bono, negocios de la compañía, resguardos y garantías, como también los estados financieros de la empresa.
- Como antecedentes adicionales, se encuentran las autorizaciones para realizar la emisión, normas de seguridad, certificados de las clasificadoras de riesgo, entre otras.

Los certificados que indican la clasificación de riesgo del bono, deben obtenerse en el momento de inscripción en la SVS y no durante la colocación como en otros mercados desarrollados.

### *2.5) Inversionistas Institucionales*

En general, la demanda de los mercados de deuda en Chile esta formada principalmente por inversionistas institucionales. A fines de los 80' y principios de los 90' se vio un importante volumen en colocaciones. Asociado a las necesidades de financiamiento que tenían empresas eléctricas y de telecomunicaciones, como también la necesidad de las AFP de instrumentos de inversión, ya que tenían menos opciones en ese entonces. Hoy en día los instrumentos son mucho más sofisticados de acuerdo a los requerimientos que establecen los inversionistas institucionales. Las AFP son los inversionistas más relevantes de estos instrumentos, en particular por bonos de plazos medios, de 8 a 12 años. Por otro lado las compañías de seguros de vida demandan bonos a más largo plazo, de 20 años o más para el calce con sus obligaciones de largo plazo. En ambos casos si bien, se permite invertir en instrumentos con clasificación de riesgo BBB- o superiores, en general la tendencia es invertir en bonos con clasificación A hacia arriba.

## 2.6) Colocación

Se realiza generalmente mediante un remate en la Bolsa de Comercio de Santiago, dentro de los remates más conocidos y más utilizado está el Remate Holandés. El cuál, a diferencia del Remate Electrónico Tradicional, radica en la modalidad de adjudicación y asignación de transacciones. Aquí todos los usuarios de renta fija ingresan sus posturas de compra sobre las ofertas que tomen. Luego, terminado el horario del remate, se ordenan las posturas, privilegiando las que presenten mejores tasas y precios de compra, y aquellas que tengan igual tasa o precio, se asigna mayor prioridad aquellas que fueron ingresadas con antelación. Ordenadas las posturas, se suman las cantidades hasta completar la oferta de venta, asignándose las ofertas a las posturas que quedaron seleccionadas dentro de esa suma. Finalmente, la tasa o precio de adjudicación es única para la oferta, siendo la tasa o precio de la última postura de la adjudicación<sup>8</sup>.

La relación entre la tasa de colocación efectiva, y la tasa de carátula, determinara el monto final recaudado por el emisor. Aquí toma mucha importancia el asesor financiero, destacando las características y ventajas del instrumento antes los potenciales inversionistas. Para esto generalmente se realizan presentaciones (Road Show) a inversionistas institucionales y analistas del mercado de renta fija. También se ha observado una mayor diversificación de potenciales interesados como el caso de fondos mutuos, bancos y personas naturales en posesión de altos patrimonios.

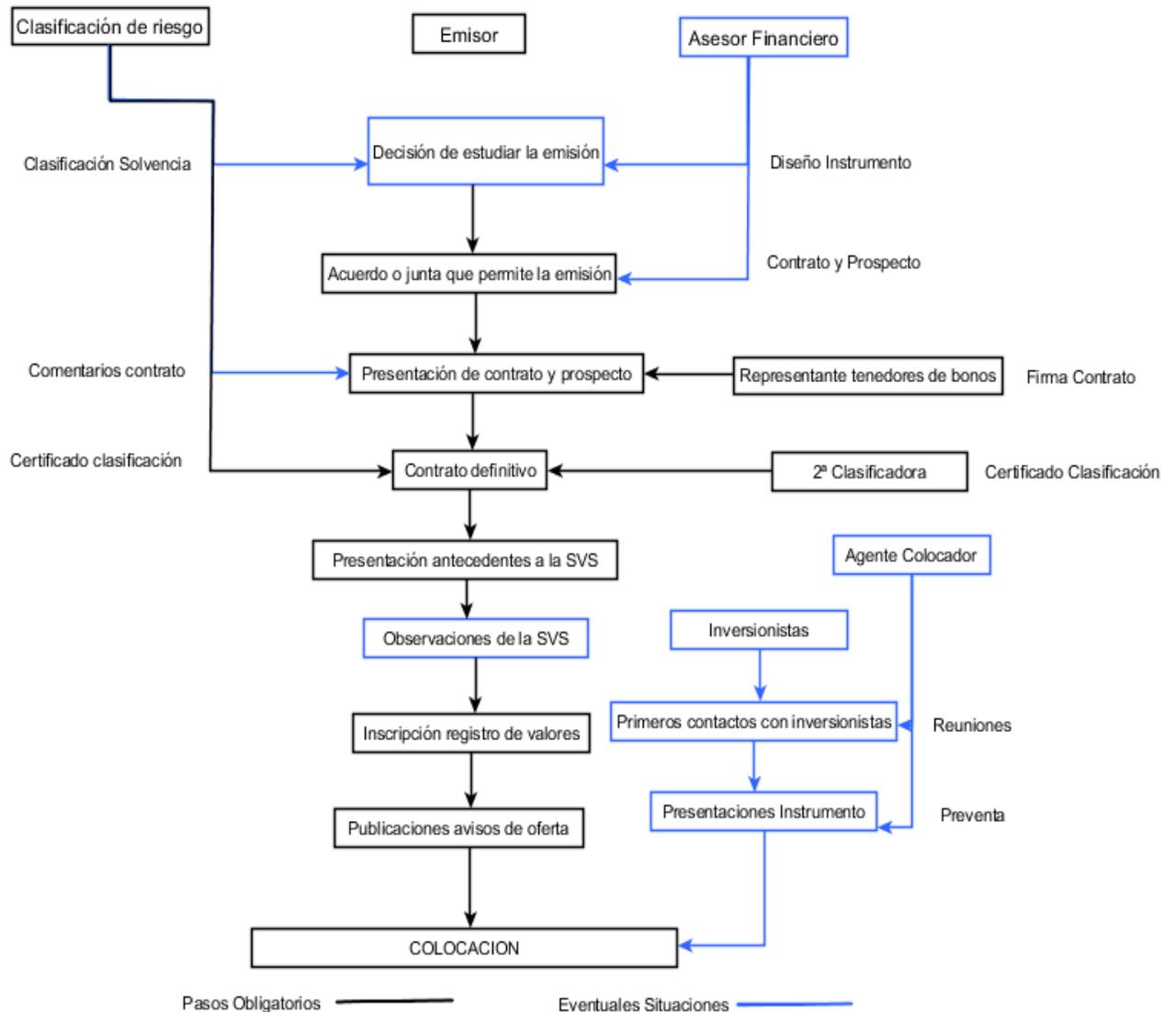
---

<sup>8</sup> Fuente: Bolsa de Comercio de Santiago, Características del mercado bursátil en Chile.

Dirección web:

[http://www.bovalpo.com/site/stat/capacitacion/Caracteristicas\\_del\\_Mercado\\_Bursatil\\_en\\_Chile.pdf](http://www.bovalpo.com/site/stat/capacitacion/Caracteristicas_del_Mercado_Bursatil_en_Chile.pdf)

**Figura 3: Proceso de Emisión de Bonos Corporativos**



Fuente: Elaboración personal a partir del Artículo Feller-Rate, "Proceso de Emisión de Bonos Corporativos".

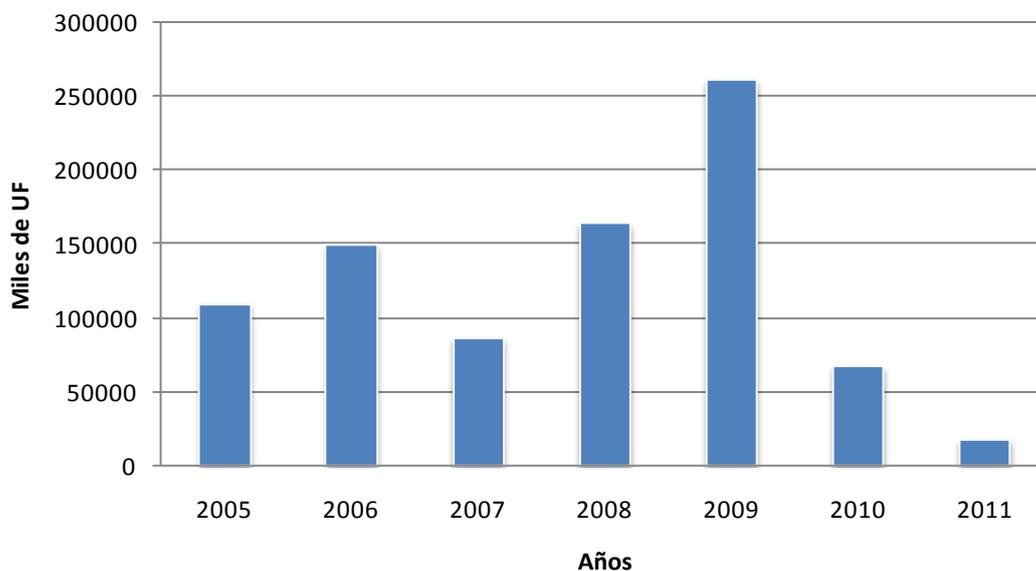
### 3) Características de las Colocaciones según datos Empíricos

Según datos obtenidos de la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS), y datos de Bloomberg, a continuación se hará una descripción de las principales características de estos instrumentos como también de su funcionamiento en la plaza local.

### 3.1) Monto Colocado

De acuerdo a lo estudiado en los datos, viendo los distintos instrumentos que se han emitido en la plaza local a partir del año 2005 al 2011<sup>9</sup>, se llegó a una extensa lista de distintas empresas, abiertas en bolsa que han accedido a estos instrumentos como forma de financiamiento. A continuación se presenta un cuadro del monto en colocaciones que se tiene a abril del 2011:

**Figura 4: Montos Colocados en miles de UF por año (2005-abril2011).**



*Fuente: Elaboración propia en base a Bonos Corporativos, colocadores y deuda vigente, de la Superintendencia de Valores y Seguros.*

Según la tabla, se puede apreciar en primer lugar que es un mercado el cual mueve una gran cantidad de dinero, donde los distintos bancos de inversiones compiten arduamente por ser agentes estructuradores y colocadores de estos instrumentos, dada las posibles comisiones que se pueden obtener al crearlos, y a fin de cuentas ofrecer el mejor producto. En segundo lugar, se destaca el gran auge en colocaciones que se obtuvo durante el año 2009. Esto se explica principalmente debido a un encarecimiento del financiamiento externo a partir de créditos bancarios y capital externo, y una persistente volatilidad, lo cuál generó una incertidumbre que hizo que

<sup>9</sup> Hay que tomar en cuenta para este estudio, que no se tomaron en cuenta aquellos bonos emitidos por el gobierno o el banco central, como también de aquellos bonos emitidos por entidades bancarias, que estén subordinados o securitizados.

la emisión de bonos sea una alternativa viable para obtener recursos. Esto llevó a un aumento en emisiones de un 30,2% en el período de enero a septiembre y que continuó hacia fines de ese año.

Por otro lado, viendo la rentabilidad de estos instrumentos, los agentes se fijan principalmente en los spreads, vale decir, la tasa que paga el instrumento de una empresa (TIR), en comparación con un instrumento emitido por el Banco Central, que tenga el mismo período de vencimiento (Benchmark sobre un índice). De esta manera durante el año 2009, estos spread bajaron en promedio 66 puntos bases (puntos porcentuales con respecto a los índices Benchmark), en comparación al alza durante el año 2008 de 122 puntos bases. Por ende al tener spreads más bajos en promedio durante el año 2009, produjo que los instrumentos rentaran parecido a los índices benchmark, los cuales al ser considerados por bajo riesgo o nulo, genera una mayor inversión por bonos corporativos, y así una mayor rentabilidad. Ahora bien, esto no significa que los bonos corporativos ofrecían mejores perspectivas en el ámbito general, sino que se traducían en una inversión menos volátil que en el caso de las acciones, los que fueron preferidos por los fondos menos riesgosos de las AFP. Un tercer punto que explica el buen rendimiento de estos instrumentos, fue la sorpresiva caída de las tasas de interés, producto de la Política Monetaria expansiva que tuvo el Banco Central durante ese período<sup>10</sup>.

### *3.2) Principales Colocadores*

De acuerdo a la lista de empresas otorgada por la SVS, donde se muestran los colocadores de Bonos Corporativos a la fecha, con sus respectivas deudas vigentes, se elaboró un listado de los principales colocadores a partir de las líneas inscritas en la Bolsa de Comercio de Santiago, determinando la frecuencia en la cuál estas empresas han utilizado estos instrumentos como vía de financiamiento a abril del año 2011, a continuación se muestra la siguiente tabla:

---

<sup>10</sup> Fuente de información: Economía y negocios, miércoles 28 de octubre del 2009.  
www.emol.cl

**Figura 5: Principales Colocadores**

<b>Emisores</b>	<b>Frecuencia</b>
Ferrocarriles del Estado	14
Esva S.A.	10
Aguas Andinas S.A	10
Metro S.A	9
Colbún S.A.	8
Cencosud S.A.- Línea de Bonos	7
S.A.C.I. Falabella	7
Forum Servicios Financieros	7
Masisa S.A.	6
Endesa	6
Empresas Carozzi S.A.	6
Transec S.A.	5
Sociedad Química y Minera de Chile S.A.	5
Inversiones CMPC S.A.	5
Quiñenco	5
Grupo Security S.A.	5

*Fuente: Elaboración propia en base a Bonos Corporativos, colocadores y deuda vigente, de la Superintendencia de Valores y Seguros.*

Si analizamos estas empresas, corresponden a los sectores industriales de Sanitarias, Energía, Transporte, Retail, Forestal, Financiero, Minería y Alimentos. En general, la cantidad de instrumentos emitidos por estas compañías, fueron para proyectos que requerían de gran capital financiero. Describiendo a las mayores colocadoras, en el caso de Esva S.A (Sanitaria), ha habido un importante esfuerzo de la empresa en inversión, lo que se ha traducido en altos niveles de cobertura de sus servicios. Dentro de ese plan de inversiones<sup>11</sup>, se contempla para el período 2008-2011 desembolsos por 4 millones de UF en Esva y 1,7 millones de UF en Aguas del Valle, para cubrir necesidades de inversión en disposición y recolección de aguas servidas, mejoramiento de distribución de agua potable, alcantarillado y otros. Aguas Andinas S.A por su parte, que acaba de colocar un bono por UF 4.400.000 en abril de 2011 con las series N, O y P, busca financiar proyectos de inversión para el desarrollo urbano en las zonas de concesión, como plan de inversiones para el período 2011-2020, que vendría siendo parte de los UF 9,3 millones para el plan de desarrollo en dicho período, orientado principalmente al tratamiento de aguas servidas.

<sup>11</sup> Prospecto Comercial Esva S.A, emisión de bonos desmaterializados series K, L, M.

Por otro lado en el área de Retail, se conoce el ingreso de empresas Chilenas en otros países latinoamericanos, con presencia en Perú, Colombia, Brasil y Argentina. Para esto se requiere grandes niveles de inversión y financiamiento. Cencosud por ejemplo<sup>12</sup>, con su emisión de bonos el año 2008 por UF 5.500.000, destinó estos recursos para refinanciamiento de obligaciones financieras, con el fin de tener cobertura ante los planes de desarrollo para posicionarse en los mercados de los países antes nombrados. En cuanto a los bonos emitidos por S.A.C.I Falabella<sup>13</sup> el año 2009 por UF 8.000.000 también corresponden a fondos con el fin de refinanciamiento de pasivos. Se destaca el posicionamiento que ha logrado la empresa en los mercados de Perú, Argentina y Colombia bajo las distintas áreas de negocio, posicionándose como una empresa multinacional de renombre.

En el área Financiera, destaca Forum Servicios Financieros<sup>14</sup>, que es un agente importante en el área de financiamiento automotriz que es el principal negocio, con un 51% de las utilidades. Dada su característica de financiamiento, no es raro que tenga una alta frecuencia de colocaciones, dado que estas empresas tienden por lo general a tener un alto nivel de pasivos tanto en el corto como el largo plazo, para financiamiento automotriz vía leasing y crédito, como también bienes de capital. La colocación realizada el año 2010 bajo las series Q y R por un monto de UF 2.000.000, el cual fue utilizado principalmente para el desarrollo de negocios del emisor.

Como se puede apreciar, bajo distintos modelos de negocio e industrias, el uso de estos instrumentos es amplio. Cabe destacar que las exigencias financieras para estos emisores son altas, principalmente en términos de garantías y restricciones (Covenants), con lo cuál se asegura la confianza de los Tenedores de Bonos en la inversión de estos instrumentos. Es por esto que ante las decisiones de asesorar a alguna empresa, y establecer una propuesta por parte de un agente estructurador, se deben analizar detalladamente las razones de endeudamiento tanto de corto como largo plazo (pasivo de corto plazo/patrimonio, pasivo de largo plazo/patrimonio,

---

<sup>12</sup> Prospecto Comercial Cencosud, emisión de bonos desmaterializados series L, M, N. Mayo 2009.

<sup>13</sup> Prospecto Comercial S.A.C.I Falabella, emisión de bonos desmaterializados series G, H, I, J. Abril 2009.

<sup>14</sup> Prospecto Comercial Forum, emisión de bonos desmaterializados series Q, R. Junio 2010.

caja/patrimonio<sup>15</sup>), junto con las amortizaciones de la deuda que tengan vigente, para establecer los montos en los cuales se pueda refinanciar pasivos, y generar el instrumento más acorde a las necesidades de la empresa.

## **4) Diagnósticos y señales Para el Mercado de Renta Fija en Chile**

### *4.1) Emisión de Bonos Soberanos*

Durante el año 2010, el Gobierno Chileno decidió emitir Bonos Soberanos como plan de financiamiento que creó el Ministerio de Hacienda, con el objetivo de obtener recursos para la reconstrucción producto del terremoto que afectó la zona centro-sur del país en febrero de ese año.

Cabe destacar también, que gran parte de los fondos fueron destinados al Fondo de Estabilización Económica y Social (FEES), cuya misión es la de financiar eventuales crisis fiscales y amortizaciones de deuda pública, generando que el gasto fiscal no se vea muy afectado por los cambios en la economía mundial y la volatilidad en los ingresos provenientes del cobre, impuestos y otras fuentes. Esto cubre los ingresos del fisco ya que ante algún evento adverso, el presupuesto se puede financiar en parte por este fondo y no recurrir al endeudamiento.

Esta emisión, fue a través de dos bonos, uno en dólares, y otro en pesos (primera vez que se colocaba un bono en pesos en el mercado), por un monto total de US \$1.500 millones.

La República de Chile, desde su primer empréstito en el año 1822, ha emitido deuda soberana en unas 60 veces, donde la última fue el año 1999 cuyo proceso se postergó en el año 2004. Con este evento, Chile regresó a los mercados internacionales de deuda, con una colocación de US \$1.000 millones a 10 años plazo, con la tasa (TIR) más baja de la historia, de 3,89% ó con un spread de 90 puntos base sobre la tasa de los

---

<sup>15</sup> Como referencia de la capacidad de pago de la empresa sobre sus obligaciones, ya que si es alta, puede que no sea necesario generar más deuda.

Bonos del Tesoro Norteamericano a un mismo plazo (Treasuries). Además, fue el spread más bajo para Chile en emisiones de la misma duración.

Si vemos el caso de otras economías, por ejemplo Brasil, que colocó el mismo año un Bono Global por US \$750 millones a un plazo de 10 años, obtuvo una tasa de 4,5% ó un spread de 150 puntos base sobre los Bonos del Tesoro, lo cuál indica comparativamente la posición financiera que se encuentra Chile con respecto a otros países Latinoamericanos<sup>16</sup>.

Además, Chile emitió por primera vez un bono en pesos a un plazo de 10 años, por el equivalente a US\$ 520 millones. Esto obtuvo también resultados favorables, se obtuvo una tasa de 5,5%, que corresponde a 60 puntos base por debajo de la tasa de referencia en el mercado al mismo plazo<sup>17</sup>.

Lo importante a destacar de estos eventos, es en cuanto a las señales generadas al mercado, las cuales son claras: Los inversionistas perciben que en el ámbito económico, Chile está haciendo bien las cosas, lo cuál trae consigo buenas perspectivas, esto se ve reflejado en que el spread logrado sobre los bonos del tesoro, indica también una medida de riesgo país, la cuál ha bajado<sup>18</sup>. Además se da una señal potente en cuanto a la internacionalización del peso Chileno. El descuento obtenido por sobre el costo de endeudamiento interno da a reflejar que, existen nuevas oportunidades para que empresas Chilenas, puedan diversificar fuentes de financiamiento emitiendo deuda en el extranjero, sin afrontar riesgos cambiarios si es que quieren realizarlo en pesos. Por otro lado, los spread logrados en ambas colocaciones da cuenta de que aún existen costos de transacción que existen en el mercado de capitales, sobre los cuáles se tiene que trabajar para lograr una mayor profundidad.

---

<sup>16</sup> Al haber obtenido un nivel de spread más bajo, cercano a la tasa del Bono del Tesoro de misma duración, es una medida también del nivel de riesgo país que tiene Chile, con lo cuál al ser más bajo implica una mejor posición financiera con el país comparable.

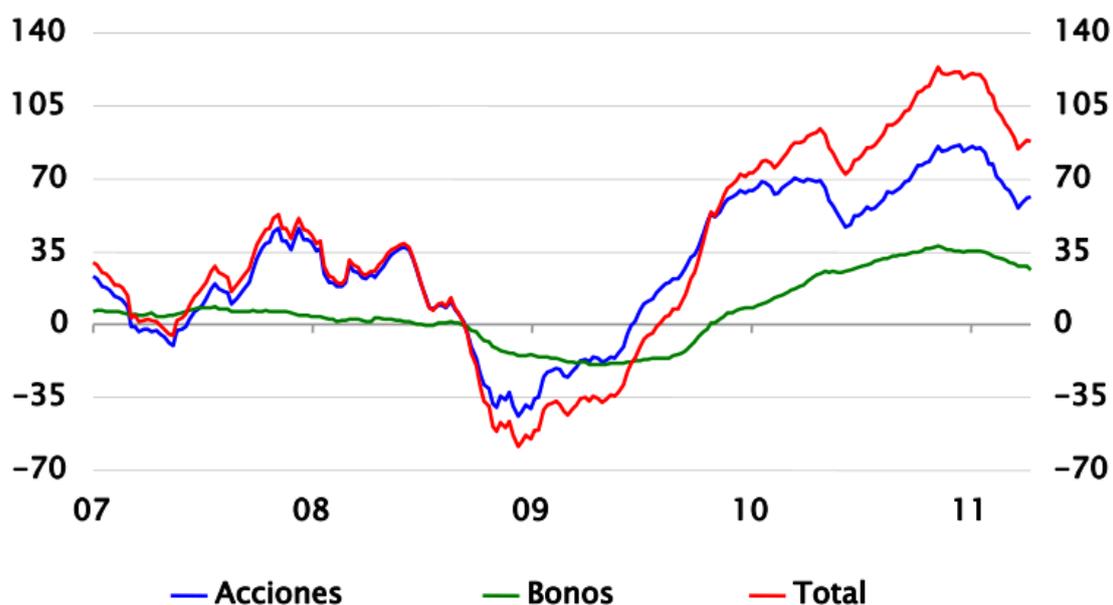
<sup>17</sup> Información obtenida de la página del Gobierno de Chile.  
<http://www.gob.cl/blog/2010/08/08/una-colocacion-historica.htm>

<sup>18</sup> Los Credit Default Swaps (CDS), que son medidas de riesgo de morosidad, luego de la colocación cayeron alrededor de 10 puntos base. Y son además, los más bajos de la región, y parecidos a varios de los países de la OCDE.

El siguiente cuadro indica los flujos de fondos de inversión hacia economías emergentes desde el año 2007 a abril del 2011

**Figura 6: Flujos de Inversión.**

**Flujos netos de fondos de inversión hacia economías emergentes(\*)**  
(miles de millones de dólares, acumulados en doce meses)



Fuente: Presentaciones Consejeros del Banco Central, "Ajuste Global y Desafíos para los Bancos Centrales de Economías Emergentes". José De Gregorio, Presidente Banco Central.

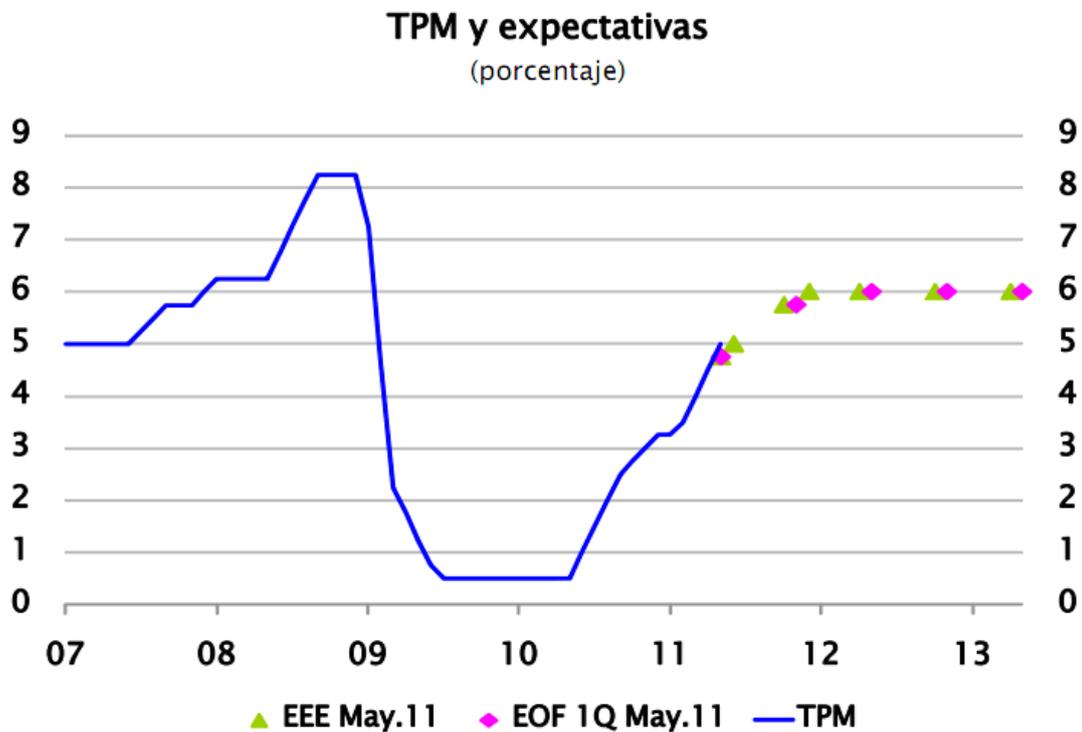
En este cuadro, se puede apreciar claramente que los flujos de inversión (Orientados a Bonos Públicos) han crecido considerablemente desde fines del año 2009 hasta el año 2010, lo cuál indica la preferencia que han tenido los inversionistas extranjeros por estos instrumentos, y la menor volatilidad evidenciada en comparación con las inversiones en renta variable. Esto, dada la posición Chilena con respecto a los resultados obtenidos por las emisiones realizadas, condiciones de tasas y riesgo país, la posicionan como una economía saludable y con oportunidades en el mercado de renta fija.

#### 4.2) Proyecciones del mercado de Renta Fija

En cuanto al escenario económico local, el Banco Central en su última Reunión de Política Monetaria (Mayo 2011), dejó evidenciada su preocupación por mantener acotados cualquier posible desanclaje en las expectativas privadas de inflación, dejando la TPM en un 5%. Además se mostró a un consejo consciente de que la TPM se encuentra cerca de sus niveles centrales, por lo que el ritmo de las próximas alzas debería ser menor y con posibles pausas.

El siguiente cuadro indica la TPM y las expectativas:

**Figura 7: Tasa de Política Monetaria y Expectativas.**



*Fuente: Presentaciones Consejeros del Banco Central, "Evolución y Perspectivas para la Economía Nacional". Enrique Marshall, Consejero Banco Central.*

En lo que lleva del año, ya se acumuló un alza de 175 puntos base, en donde se estiman aumentos adicionales. La magnitud de estos incrementos dependerá de la evolución macroeconómica del país. Es probable que estos incrementos o ajustes sean con mayor gradualidad, para mantener el objetivo a largo plazo de la política monetaria, que es mantener la inflación proyectada a un 3% en el horizonte de

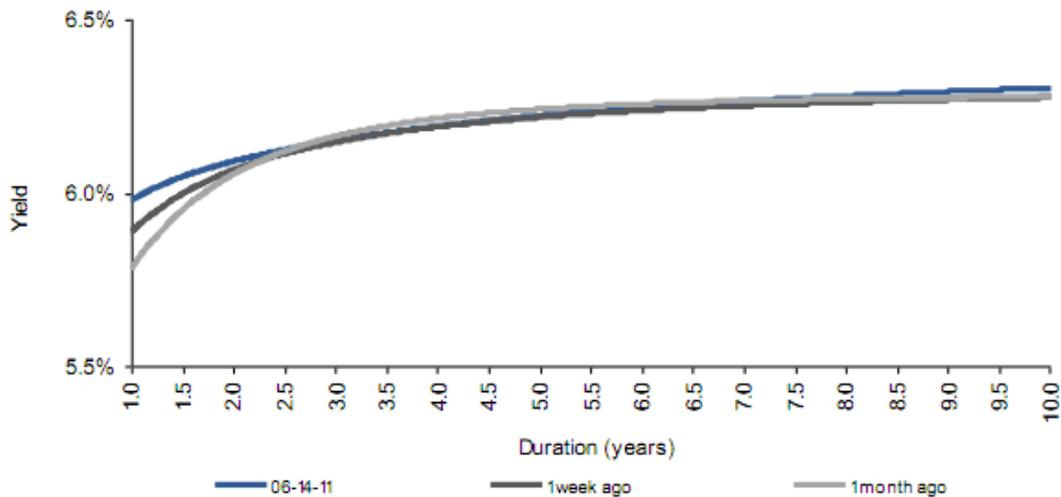
política. Esto producto de que hay menores expectativas de inflación (en especial en el sector privado), como también caídas en los precios de las materias primas. Estos factores determinarían el accionar que se espera del Banco Central en cuanto a la Política Monetaria.

Esto quedó evidenciado en la última reunión en junio de 2011 dejando la TPM en 5,25% (Aumento de 25 puntos base). El mercado espera que estos aumentos sigan la misma tónica, con aumentos de 25 puntos base para las siguientes reuniones, con lo que se espera para fines de año una tasa en torno al 6%.

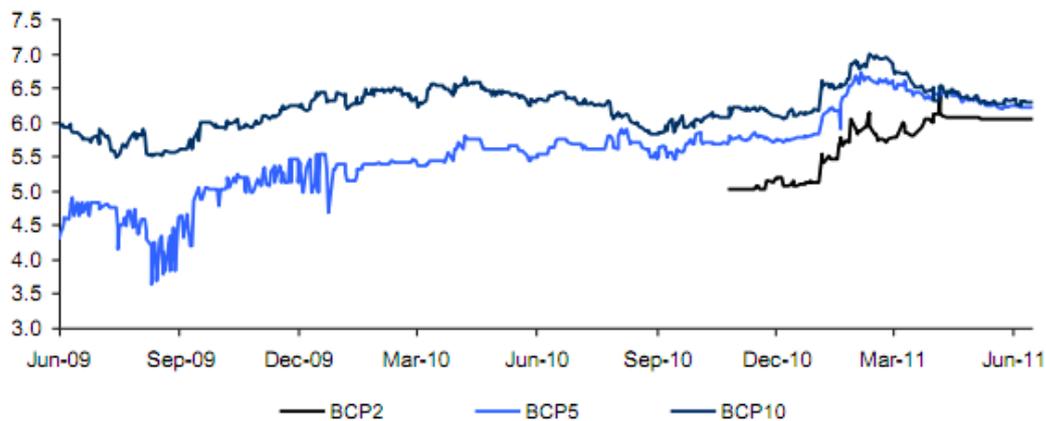
En los siguientes cuadros, veremos la evolución de la curva de Tasas Nominales (Pesos), como también la evolución de los Bonos del Banco Central (BCP -02, BCP-05, BCP-10):

**Figura 8 y 9: Curva Nominal y Bonos del Banco Central (En pesos a junio 2011).**

**Chile: Nominal Yield Curve**



## Chile: BCPs (Interest rates on nominal bonds)



Fuente: Renta Fija Local, Celfin Capital.

Analizando estos gráficos, podemos notar que durante el año 2011, específicamente en los últimos meses, la curva nominal ha tenido un aplanamiento. Se evidencia un alza en la parte de menor duración de la curva (1 año). Esta tendencia de aplanamiento puede significar una caída en las expectativas de crecimiento en los años que vienen. De hecho, en recientes encuestas se ha evidenciado una baja en las expectativas de crecimiento para el próximo año<sup>19</sup>.

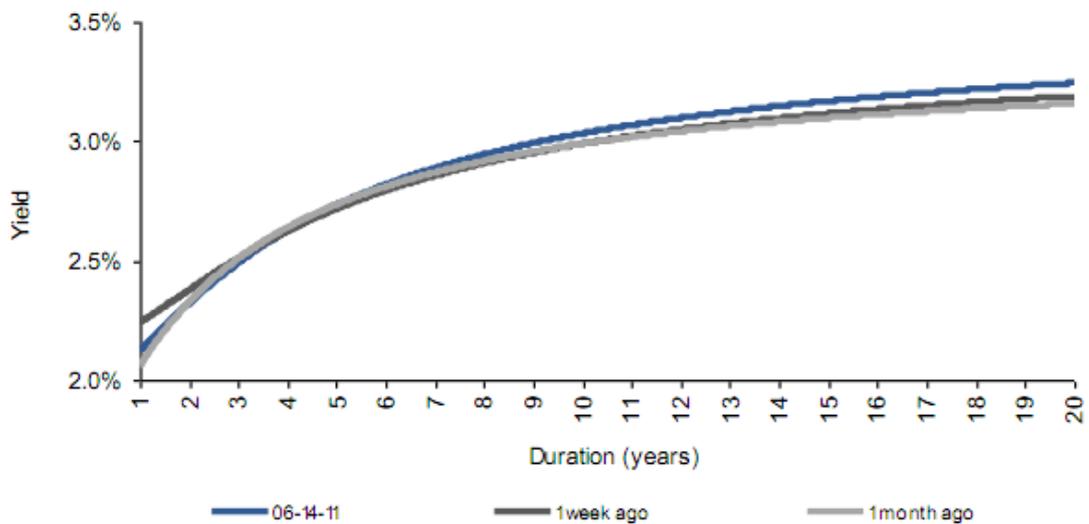
En cuanto a las tasas de los Bonos en pesos del Banco Central, han mostrado una tendencia a la baja. Esta caída puede ser explicada como una corrección de las expectativas del mercado por una Política Monetaria más restrictiva y su posible efecto sobre la actividad económica en los siguientes años.

Los siguientes cuadros, muestran la evolución de la Curva de Tasas Reales (UF) y la evolución de los Bonos del Banco Central (BCU-02, BCU-05, BCU-10, BCU-20):

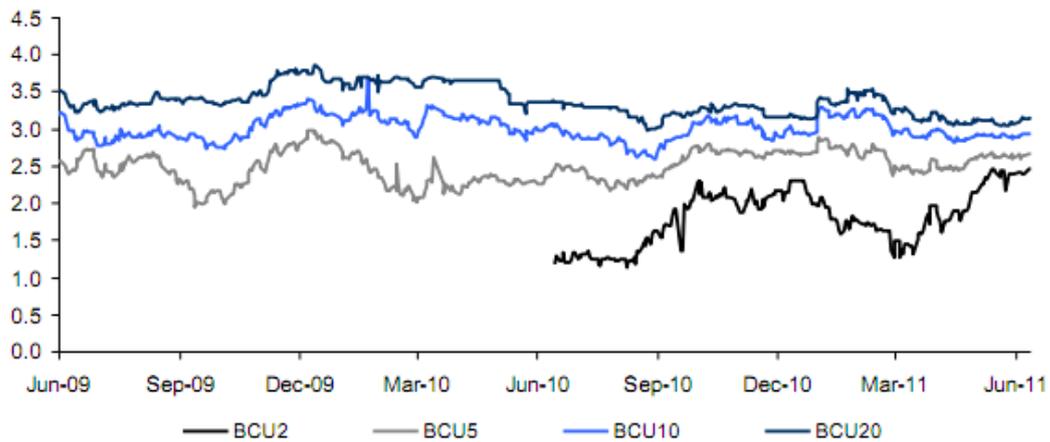
<sup>19</sup> Avisos Económicos Bloomberg.

**Figura 10 y 11: Curva Nominal y Bonos del Banco Central (UF a junio 2011).**

**Chile: Real Yield Curve**



**Chile: BCUs (Interest rates on UF Bonds)**



*Fuente: Renta Fija Local, Celfin Capital.*

Analizando la curva real, sea ha evidenciado una caída de tasas en la parte de menor duración de la curva, y un aumento en las tasas en la parte de mayor duración de la curva. La caída de tasas en la parte corta de la curva se debe a una corrección del mercado debido a una caída en las expectativas de inflación en el mes de mayo, esto producto de caídas en los precios de commodities como el caso del petróleo. Por otro lado, la parte larga de la curva reafirma lo que se espera por el mercado que hay menores expectativas de inflación a largo plazo.

Con respecto a las tasas de los Bonos del Banco Central en UF, se muestra una tendencia alcista de éstas. Las razones de esto pueden ser atribuidas a menores expectativas de inflación.

En los últimos meses, se ha observado un mercado primario de bonos muy activo, en que se destaca la emisión de bonos de Watt S.A, Banco de Chile, Forum, Banco del Estado, Plaza S.A y SMU S.A. Esto indica que se espera un mercado más dinámico para lo que queda de año, con nuevas emisiones de empresas. El mercado permanece optimista con respecto al mercado de Bonos Corporativos, dado el momento positivo de actividad económica, lo que puede generar necesidades financieras para empresas en el mediano plazo.

## 5) Conclusiones y Comentarios

Existen en Chile tres mercados de deuda, en donde los precios reflejan diferencias. Donde se evidencia un mayor volumen de transacciones, corresponde al Mercado Interbancario, a través principalmente de las plataformas “OTC Tasas”, “Mercado de Puntas” y “Brokers”. Si bien se podría hacer un paralelo con los mercados de dealers en otros países, la forma de interacción con los otros agentes, es en general a través de la bolsa de valores, y no de manera directa.

La Bolsa de Comercio de Santiago, corresponde al segundo mercado de transacción de deuda. El volumen transado en este mercado es relativamente menor que en el Mercado Interbancario, con la diferencia que se transan todo tipo de Instrumentos de Deuda. El tercer mercado corresponde al de Operaciones Fuera de Bolsa, el cuál es usado principalmente por inversionistas institucionales y especialmente por intermediarios de valores.

Que exista un mercado de deuda pública restringido a entidades bancarias, es algo inusual en contraste con otros mercados. Por una parte, estos actores financieros son una plataforma de transacciones con un alto nivel de liquidez, y fuera de esta plataforma ofrecen puntas a otros agentes (principalmente corredoras). Sin embargo, de manera paralela, la bolsa tiene la transacción de el resto de los instrumentos de deuda, dentro de los cuales se destacan los instrumentos de deuda pública, los cuales generan un nivel de liquidez suficiente para mantener la competitividad de la bolsa en este segmento.

Es importante agregar, que dentro del mercado secundario de renta fija se debe trabajar en varios aspectos como: Desarrollar requerimientos de reporte de información agregada en relación al mercado secundario (Centralización de información de volúmenes y precios transados, operaciones globales por inversionista, canales de compensación, etc.), ver la posibilidad de establecer una figura de market maker para Bonos del Banco Central para disminuir la falta de liquidez coyuntural. Esto producto de que ante eventos de alta volatilidad, la liquidez se pierde. De esta manera, esta figura vendría a cerrar la discontinuidad ofreciendo puntas en forma continua,

para esto se deben idear mecanismos que incentiven a los agentes llevar a cabo esta labor. Esta continuidad, es primordial si se quiere desarrollar más el mercado de derivados de renta fija.

Por otro lado, cabe destacar que en el último tiempo la economía Chilena ha tenido un buen desempeño en cuanto a crecimiento económico, niveles de inflación, desempleo, etc. Esto da buenas señales al mercado, lo cuál atrae a inversionistas extranjeros para inyectar capital en nuestro país (Un escenario que se ha dado en varias economías emergentes). Un ejemplo de esto fue los resultados de la colocación de Bonos Soberanos el año 2010, en donde se obtuvieron resultados históricos en cuanto a tasas de colocación, lo cuál marcó un hito dentro del mercado de deuda pública.

Dentro del mercado local de bonos, se puede evidenciar que hay suficiente liquidez, con lo cuál varias empresas lo están aprovechando para arriesgarse a tomar nuevas fuentes de financiamiento. Se espera que la agenda de lo que queda del año 2011 esté marcada por nuevos emisores de bonos, ya que tanto el costo de financiamiento y el hecho de que las compañías que tradicionalmente recurren a los bonos como fuente de financiamiento no están emitiendo, le abre posibilidades a nuevas empresas. Esto no vendrá solo por el lado de las empresas locales. Debido a cambios en las exigencias de la SVS realizado durante este año, se espera que varias compañías extranjeras vean a Chile como posibilidad para levantar recursos, en condiciones del mercado que son competitivas, una profundidad relativamente atractiva y características regulatorias del mercado que se han vuelto más flexibles, muestran a Chile como una alternativa viable para empresas extranjeras.

En general, si bien este trabajo muestra aspectos descriptivos con respecto al Mercado Secundario de Renta Fija, como también en el caso de la emisión de Bonos Corporativos, refleja además la importancia que tiene el mercado de deuda dentro del volumen de transacciones bursátiles. Quizás se puede evidenciar un cierto positivismo para este mercado dado el escenario que ha vivido nuestra economía y las oportunidades que se han generado, pero claramente esto puede cambiar, shocks en la economía internacional pueden afectar el comportamiento de los yield de tasas, en especial en el caso del precio de materias primas, cambio de escenarios en economías

desarrolladas, lo cuál puede cambiar las proyecciones y el costo de financiamiento para utilizar instrumentos de deuda. Sin embargo, ante distintos escenarios la metodología para ver el comportamiento de este mercado es siempre la misma, a partir de la cuál los distintos Bancos de Inversión aprovechan las oportunidades que esto genera para tomar mejores decisiones de Inversión y asegurar rentabilidad de sus distintos negocios.

## Bibliografía

- 1) Lazen, V. (2005), “El Mercado Secundario de Deuda en Chile”. Documento Superintendencia de Valores y Seguros.  
([http://www.svs.cl/sitio/publicaciones/doc/informe\\_serie\\_doc\\_trab5.pdf](http://www.svs.cl/sitio/publicaciones/doc/informe_serie_doc_trab5.pdf))
- 2) Leonar, J. (2001), “Proceso de Emisión bonos corporativos”. Artículo Feller-Rate.  
<http://www.feller-rate.cl/general2/articulos/Bonos%20Entero.pdf>
- 3) Acuña, S.D., Godoy, S., Malandre, N. (2009), “Funcionamiento Mercado Secundario de bonos soberanos en Chile”. Estudios Económicos y Estadísticos, Banco Central de Chile.  
(<http://www.bcentral.cl/estudios/estudios-economicos-estadisticos/pdf/see72.pdf>)
- 4) Gerencia Planificación y Desarrollo (2003), “Características Mercado Bursátil en Chile”. Documento Bolsa de Comercio de Santiago.  
([http://www.bovalpo.com/site/stat/capacitacion/Caracteristicas\\_del\\_Mercado\\_Bursatil\\_en\\_Chile.pdf](http://www.bovalpo.com/site/stat/capacitacion/Caracteristicas_del_Mercado_Bursatil_en_Chile.pdf)).
- 5) Santander Global Banking & Markets (2009), “Prospecto Comercial Esval S.A”. Emisión de bonos desmaterializados series K, L, M.  
(<http://portal.esval.cl/wp-content/uploads/2011/03/Prospecto-Comercial-ESVAL.pdf>).
- 6) BBVA (2009), “Prospecto de Emisión de Bonos Cencosud S.A.”. Emisión de bonos desmaterializados series L, M, N.  
([www.cencosud.cl/secciones.php?fuseaction=SitioWeb...tipo...id=37](http://www.cencosud.cl/secciones.php?fuseaction=SitioWeb...tipo...id=37)).
- 7) Banchile, Larraín Vial (2009), “Prospecto Comercial S.A.C.I Falabella”. Emisión de bonos desmaterializados series G, H, I, J.

- ([http://www.falabella.com/pdf/Release/2009/Prospecto\\_Bono\\_Falabella\\_Abr2009.pdf](http://www.falabella.com/pdf/Release/2009/Prospecto_Bono_Falabella_Abr2009.pdf)).
- 8) BBVA (2010), “Prospecto Comercial Forum Servicios Financieros”. Emisión de bonos desmaterializados series Q, R.  
([http://www.bbva.cl/fbin/Prospecto\\_Bonos\\_Forum\\_tcm319-169877.pdf](http://www.bbva.cl/fbin/Prospecto_Bonos_Forum_tcm319-169877.pdf)).
  - 9) Arend, M., Zuazola, I., Fontaine J.A., Schneider, C., García, J., Casanello, M., Hoffmann, R. (2011), “The Bond Market Insider”. Documento Celfin Capital  
(<http://www.celfin.com/assets/20110615e.pdf>).
  - 10) Marshall, E. (2011), “Evolución y Perspectivas para la Economía Nacional”. Presentación Consejero del Banco Central de Chile.  
(<http://www.bcentral.cl/politicas/presentaciones/consejeros/pdf/2011/emr23052011.pdf>).
  - 11) De Gregorio, J. (2011), “Ajuste Global y Desafíos para los Bancos Centrales de Economías Emergentes”. Presentación Presidente del Banco Central de Chile.  
(<http://www.bcentral.cl/politicas/presentaciones/consejeros/pdf/2011/jdg26042011.pdf>).
  - 12) “Cuadros Anuales diciembre 2010”. Documento Bolsa de Comercio de Santiago.

