

MENSAJE DE S.E. EL PRESIDENTE DE LA REPÚBLICA CON EL QUE INICIA UN PROYECTO DE LEY QUE PERMITE LA EMISIÓN DE DEUDA PÚBLICA MEDIANTE MEDIOS INMATERIALES Y AUTORIZA AL FISCO Y A OTRAS ENTIDADES DEL SECTOR PÚBLICO PARA LA CONTRATACIÓN DE INSTRUMENTOS DE COBERTURA DE RIESGOS FINANCIEROS.

SANTIAGO, junio 05 de 2003.

M E N S A J E N° 10-349/

Honorable Cámara de Diputados:

**A S.E. LA
PRESIDENTA
DE LA H.
CÁMARA DE
DIPUTADOS.**

En uso de mis facultades constitucionales, tengo el honor de someter a vuestra consideración un proyecto de Ley que tiene por finalidad, por una parte, posibilitar que la emisión de deuda pública pueda efectuarse por medios distintos al de aquellos instrumentos documentales que la representen o evidencien; y, por otra, autorizar al Fisco y otros servicios e instituciones del sector público gestionen sus ingresos o gastos a través de la contratación de instrumentos de cobertura de riesgos financieros.

Para tal efecto, el proyecto modifica el Decreto Ley N° 1.263, de 1975, Ley Orgánica de Administración Financiera del Estado, y el artículo 13 de la Ley

N 10.336, Ley Orgánica de la Contraloría General de la República.

A. ANTECEDENTES: EVOLUCIÓN DE LAS FINANZAS MODERNAS Y SUS CONSECUENCIAS.

Mayor flexibilidad en emisiones de deuda.

Es un hecho que las modernas y más sofisticadas formas de administración financiera han incorporado medios flexibles para acelerar el flujo de caja en los distintos negocios, utilizándose cada vez con mayor frecuencia medios alternativos a los "títulos de papel".

Asimismo, es un hecho que estos medios alternativos de emisión, cuyo uso a nivel internacional se ha masificado, han tenido también cabida en el contexto nacional no solo por instituciones privadas sino también por aquéllas de derecho público. A modo meramente ejemplar, cabe tener presente que todas las emisiones de deuda recientemente realizadas por el Banco Central de Chile, han sido verificadas de manera desmaterializada; esto es, sin la necesidad de imprimir y autorizar láminas físicas que evidencien los títulos de deuda emitidos.

Los beneficios de una emisión que no requiere de la expedición de títulos físicos para respaldar cada colocación individual, sino una que ampare toda la emisión a través de un título global, son evidentes: se termina con el manejo, verificación y control de los títulos físicos emitidos; se minimizan los riesgos de manipulación física de los valores durante su proceso de expedición; se reducen los eventuales fraudes o falsificaciones sobre los mismos; se recibe la información de las transacciones de estos valores en línea, etc.

Necesidad de gestionar adecuadamente los riesgos financieros.

La cambiante evolución de las variables económicas genera necesidad de gestionar adecuadamente los riesgos financieros.

Las constantes fluctuaciones de los tipos de cambio, las tasas de interés, el precio de los productos primarios y otras variables económicas, obliga a que los agentes económicos busquen protección ante tales contingencias que escapan de su esfera de control. Esta cobertura, por consiguiente, no trata de evitar el riesgo en sí mismo, cuestión que es de suyo imposible, sino que intenta gestionarlo o administrarlo.

La probabilidad de ocurrencia de una contingencia que puede causar dificultades financieras a los agentes económicos anteriormente señalados, como asimismo la posibilidad de evitarlos a un costo razonable, son circunstancias que de alguna manera imponen a todo agente económico prudente, el deber de tomar los resguardos necesarios.

Es en este contexto donde surge la mayor de las innovaciones financieras de la década de los ochenta, es decir, el uso de productos financieros que permiten al agente económico medianamente precavido dejar sus operaciones incólumes ante de las fluctuaciones de su entorno.

Por su parte, a medida que se han ido creando productos cuya finalidad es la cobertura de los riesgos a que se ha hecho referencia, han aparecido aplicaciones para cubrir otras necesidades, tales como los aplazamientos de flujos monetarios (swaps).

Instrumentos financieros básicos utilizados para gestionar el riesgo financiero.

Los cuatro instrumentos financieros básicos que se utilizan para gestionar el riesgo financiero de cualquier agente económico, son los siguientes:

- 2 Contratos a plazo (forward contract)
- 3 Futuros (futures)
- 4 Permutas financieras o contratos de canje (swaps)
- 5 Opciones (options)

Contratos a plazo (forward contracts).

El forward es un contrato que representa la obligación de comprar o vender un determinado activo en una fecha futura determinada, a un precio preestablecido al inicio del período de vigencia del contrato.

Futuros (futures).

Los contratos de futuros financieros son muy similares a los forward, pero con algunas características adicionales.

La permuta financiera o contratos de canje (swap).

El swap es un contrato en que las partes se obligan a intercambiar flujos financieros en fechas posteriores.

Este instrumento permite trasladar flujos monetarios entre distintos períodos. Así, por ejemplo, un agente económico cuyos ingresos son variables, preferirá que su carga financiera esté correlacionada a la variabilidad de tales ingresos. Si sus ingresos bajan, preferirá pagar menos intereses; si sus ingresos suben, estará dispuesto a pagar más, dado su mayor cantidad de recursos. El uso de

swap de tasa de interés puede satisfacer esta necesidad.

Por lo general, el swap se diseña de tal manera que el valor actual neto (VAN) de los pagos esperados o proyectados (forward) por una de las partes coincida con el valor actual neto (VAN) de los pagos de la otra. Así, al inicio de la operación no existe transferencia de valor. Por estar en función de tasas forward, el swap es muy similar a un forward de larga duración.

Las opciones.

Este instrumento financiero se diferencia de los tres anteriores en que su titular adquiere el derecho, no la obligación, de comprar o vender un activo, dentro de un plazo predefinido, en un precio fijado de antemano al momento de suscribir el contrato. Para tener dicho derecho, el titular ha tenido que pagar un precio (prima), que le permite ponerlo en ejercicio cuando la situación le sea favorable.

Finalmente, a través de una serie de combinaciones de estos cuatro instrumentos, se pueden crear nuevos productos financieros más sofisticados que se adapten a los requerimientos de cualquier agente económico.

Cobertura y especulación con instrumentos de cobertura de riesgo.

Existen dos tipos de agentes económicos que utilizan instrumentos de cobertura de riesgo: el "coberturista" y el "especulador".

El primero tiene un activo subyacente y utiliza un instrumento de cobertura con el objeto de resguardarse ante la volatilidad de un factor de riesgo, sin incurrir en pérdida ni ganancia económica

alguna. El segundo, en cambio, carece de un activo subyacente, razón por la cual al comprar o vender un instrumento de cobertura de riesgo, podría obtener, en la fecha de expiración del contrato, una ganancia o pérdida económica.

A efectos de ilustración, consideremos el siguiente ejemplo.

Un agente "coberturista" tiene en la actualidad ingresos en una divisa determinada. Por otra parte, debe realizar pagos en moneda local en una fecha futura. Al disponer de divisas tiene un activo subyacente. Frente a esta situación existen tres comportamientos "racionalmente" esperables:

Primero, vender de inmediato las divisas recibidas convirtiéndolas a moneda local. Segundo, mantener la posición de divisas y venderlas en la fecha futura. Tercero, retener las divisas y liquidarlas en la fecha futura y, conjuntamente, vender hoy un forward de tipo de cambio a una contraparte (v.gr. un banco). En este contrato, el agente se compromete a vender las divisas a un precio determinado (el tipo de cambio a plazo) para que se entreguen en la fecha futura (fecha de expiración).

Cada una de estas alternativas tiene una posición de riesgo diferente.

La primera alternativa es una posición riesgosa, por cuanto el agente puede esperar y vender las divisas en la fecha futura a un mejor tipo de cambio que el de hoy.

La segunda alternativa es también una posición de riesgo, toda vez que el agente podría haber vendido a un tipo de cambio a plazo (forward).

En los dos casos señalado anteriormente existe una contingencia de ganancia o pérdida constitutiva de riesgo financiero.

La tercera alternativa, por el contrario, es una posición totalmente cubierta. No hay pérdida o ganancia financiera, ya que las pérdidas financieras que pueden resultar de la retención de las divisas estarán "compensadas" por las ganancias que resultarán de la venta del forward, y viceversa.

En el caso del agente "especulador", por el contrario, al no tener el activo subyacente, las pérdidas financieras que puedan resultar de la venta del forward no podrán ser compensadas.

B. EL REGIMEN JURIDICO DE LA ADMINISTRACION FINANCIERA DEL ESTADO NO SE HA ADECUADO A LAS FINANZAS MODERNAS.

Requisitos de la deuda pública.

El Estatuto Orgánico de la Administración Financiera del Estado contempla ciertos requisitos fundamentales para la contratación de la deuda pública:

Autorización legal previa.

El artículo 43 del mencionado cuerpo legal exige, para constituir la deuda pública, la necesaria autorización legal previa.

Suscripción y refrendación de los títulos representativos.

Por otra parte, el artículo 45 del texto legal citado, estipula que en las obligaciones que contraiga el Fisco mediante la emisión de crédito (v.gr. una emisión de bonos), el Tesorero General de

la República debe suscribir tales títulos de créditos.

Del mismo modo, el artículo 46 del Decreto Ley en referencia, establece que el Contralor General de la República debe refrendar todos los documentos de deuda pública que se emitan, sin cuyo trámite ninguno de estos documentos será válido.

Igual disposición se establece en el artículo 13 de la Ley N° 10.336, Ley Orgánica de la Contraloría General de la República.

Soporte físico de la deuda pública.

De los artículos 45 y 46 del D.L. N° 1.263, y del artículo 13 de la Ley N° 10.336, es posible colegir que dichos preceptos sólo consideran el soporte documental para la emisión de los títulos que representen la deuda pública, toda vez que se exige siempre la autorización y refrendación por el Tesorero General de la República y por el Contralor de la República, respectivamente, actos que necesariamente suponen la existencia de un soporte físico o en papel-cartón.

Instrumentos de cobertura de riesgos financieros en la Ley Orgánica de Administración Financiera del Estado.

Estos instrumentos financieros no están contemplados de manera expresa en el D.L. N° 1.263. En efecto, los instrumentos de cobertura de riesgos financieros no pueden subsumirse dentro de ninguno de los conceptos que contempla dicho decreto.

De ningún modo, estos instrumentos pueden considerarse como deuda pública integrante del crédito público según lo define el artículo 39 del cuerpo legal citado, ya que su propósito no es obtener recursos.

Es importante destacar que al tiempo de la dictación del Decreto Ley N° 1.263, las finanzas públicas desconocían los mecanismos de cobertura de riesgos financieros, por cuanto a esa fecha los instrumentos financieros en comento ni siquiera existían. Esto explica el sensible vacío del mencionado Decreto Ley sobre la materia.

Atendidas todas las consideraciones antes expuestas, se justifican las modificaciones objeto del presente proyecto de Ley.

C. INCORPORACION AL RÉGIMEN FINANCIERO DEL ESTADO DE EMISIÓN DESMATERIALIZADA DE DEUDA PÚBLICA Y COBERTURA DE LOS RIESGOS FINANCIEROS.

Necesidad de emitir títulos deuda pública en forma "desmaterializada" e innovaciones al régimen de deuda pública.

Resulta evidente que el sector público, sin alterar los requisitos esenciales de toda deuda pública, pueda también efectuar sus emisiones de valores representativos de deuda pública a través de medios inmateriales.

Ello, como se ha señalado, en la actualidad está vedado por el tenor expreso de los artículos 45 y 46 del Decreto Ley N° 1.263, de 1975, y el artículo 13 de la Ley N° 10.336.

El proyecto de Ley que someto a vuestra consideración en esta oportunidad, precisamente, pretende resolver esta necesidad, permitiendo la emisión de títulos de deuda pública en forma desmaterializada, esto es, distintos de aquellos instrumentos documentales que los representan o evidencian.

Los nuevos mecanismos propuestos, no obstante, han sido diseñados teniendo en vista el debido cuidado y cumplimiento de los resguardos y demás formalidades que actualmente exige nuestro ordenamiento jurídico interno, en particular, nuestro régimen de administración financiera del Estado.

De esta manera, la propuesta legislativa que someto a vuestra consideración, mantiene los requisitos esenciales de toda deuda pública exigidos por el D.L. N° 1.263, de 1975 y el artículo 13 de la Ley N° 10.336, esto es, la legalidad de la misma y la autorización previa del Ministerio de Hacienda. Pero se adecua la actual exigencia de suscripción y refrendación de los títulos que la representan a la nueva modalidad, estableciendo exigencias adicionales para asegurar la validez de la operación.

Necesidad de gestionar los riesgos financieros del Fisco y de otros servicios e instituciones del sector público.

El Fisco y los otros servicios e instituciones del sector público no difieren de las empresas en general, en el sentido de que manejan ingresos y gastos, pudiendo éstos verse afectados por las contingencias que escapan a su esfera de control. Al contratar instrumentos de cobertura de riesgos y tener el activo subyacente, estas entidades actuarían como agentes "coberturistas" y, en consecuencia, operando con la diligencia propia de un agente razonable.

Como la contratación de instrumentos para gestionar el riesgo financiero no está contemplada en D.L. N° 1.263., el proyecto de Ley que someto a vuestra consideración en esta oportunidad, precisamente, pretende resolver esta necesidad, permitiendo la contratación de instrumen-

tos de cobertura con el objeto de gestionar los riesgos financieros de los ingresos o gastos del Fisco y otros servicios e instituciones del sector público.

Estas nuevas facultades no pueden descuidar el cumplimiento de los debidos resguardos, los cuales se materializan a través de una autorización previa del Ministerio de Hacienda y de la fijación a través de un decreto de los procedimientos de control, seguridad, contabilidad y fiscalización que se deberán cumplir al realizar estas operaciones.

D. CONTENIDO DEL PROYECTO.

Emisión de títulos representativos de deuda pública por medios inmateriales.

Autorización legal.

Mediante un nuevo precepto que este proyecto de Ley propone incorporar al Decreto Ley N° 1.263, de 1975, se permite que la contratación de deuda pública mediante la emisión de los títulos representativos de la misma, pueda verificarse a través de medios inmateriales, distintos de aquellos documentales que los representen o evidencien, como procedimientos y anotaciones en cuenta basados en plataformas electrónicas o informáticas, previa autorización otorgada mediante decreto supremo del Ministerio de Hacienda, cumplido bajo la fórmula "Por orden del Presidente de la República".

Condiciones de la autorización.

El nuevo precepto que la iniciativa propone, establece que en el caso de emisión de títulos representativos de deuda pública por medios inmateriales, la correspondiente suscripción y refrendación por parte del Tesorero General de la Re-

pública y del Contralor General de la República, deberá efectuarse en una réplica o símil de los bonos o valores emitidos. De esta forma y para todos los efectos legales, quedará autorizada y refrendada la totalidad de los bonos o valores que integran la serie correspondientemente emitida y cuyos términos y condiciones son similares a dicha réplica.

Para tal efecto, se introducen las modificaciones pertinentes al artículo 13 de la Ley N° 10.336, Ley Orgánica de la Contraloría General de la República, replicándose la misma norma que esta iniciativa incorpora a la normativa del D.L. N° 1.263, precisándose que la refrendación del Contralor General de la República de los bonos y otros valores representativos de deuda pública emitidos por el Estado, se efectúe en una réplica o símil de los bonos o valores emitidos sin impresión de láminas físicas.

Por otra parte, se encomienda al decreto supremo autorizatorio que debe dictar el Ministerio de Hacienda, señalar la forma de la emisión desmaterializada y el establecimiento de las reglas, requisitos y demás modalidades necesarias para hacer valer los derechos de la deuda pública.

La forma de desmaterialización que se propone va acompañada de la conservación de un registro de anotaciones en cuenta, el que podrá ser llevado por el mismo emisor de la deuda pública o contratada al efecto con un tercero especializado.

Dichos registros, en la práctica, serán mantenidos sobre la base de plataformas electrónicas o informáticas. Un ejemplo preclaro de esta modalidad en nuestra legislación lo constituye el "Depósito Centralizado de Valores", que establece la Ley N° 18.876, de 1989. Este cuerpo legal regula la constitución y

operación de entidades privadas de depósito y custodia de valores.

Autorización para contratar instrumentos de cobertura de riesgos financieros.

Autorización al Fisco y demás entidades del sector público.

Mediante un nuevo precepto que este proyecto de Ley propone incorporar al Decreto Ley N° 1.263, de 1975, se permite que el Fisco y todos y cada uno de los servicios y demás instituciones que forman parte del Sector Público, exceptuados los gobiernos regionales y municipalidades, realicen operaciones con instrumentos de cobertura de riesgos, con el objeto exclusivo de la gestión de los correspondientes gastos o ingresos, directos o indirectos, de la entidad que celebre tales operaciones financieras.

Condiciones de la autorización.

El nuevo precepto que la iniciativa propone, establece que el Fisco y otros servicios e instituciones del sector público podrán gestionar sus riesgos a través de instrumentos de cobertura de riesgos financieros, tales como "swaps", futuros, opciones financieras, "forward" y otros instrumentos que autorizará expresamente el Presidente de la República por medio de decreto supremo emanado del Ministerio de Hacienda.

En el decreto antes indicado, se señalarán, además, los procedimientos de control, seguridad, contabilidad y fiscalización que deberán cumplirse al realizar estas operaciones.

Las operaciones financieras que al amparo de esta disposición realicen los servicios e instituciones, sólo podrán iniciarse previo oficio del Ministerio de Hacienda, el que indicará las fuentes de

recursos con cargo a los cuales deberán hacerse los eventuales pagos, como también el destino de los eventuales ingresos que estas operaciones puedan arrojar. Por su parte, las operaciones que realice directamente el Fisco, podrán ser ejecutadas por el Ministro de Hacienda o el Tesorero General de la República en representación de aquél.

Los términos y condiciones financieras que sean negociados para la contratación de las operaciones que se autorizan, deberán ajustarse a las condiciones que prevalecen en el mercado al tiempo de su contratación, y si tales condiciones no pudieren ser claramente determinadas, el oficio señalado anteriormente deberá mencionar esta circunstancia en forma expresa.

Las operaciones mencionadas en la referida disposición no constituirán deuda pública para los efectos de la aplicación de las normas del Título IV del Decreto Ley N° 1.263 y, en consecuencia, se entenderán aprobadas para todos los efectos legales y reglamentarios por el referido cuerpo legal.

En consecuencia, tengo el honor de someter a vuestra consideración, para ser tratado en la actual legislatura ordinaria de Sesiones del H. Congreso Nacional, el siguiente

P R O Y E C T O D E L E Y :

"ARTICULO 1°.- Introdúzcanse al Decreto Ley N° 1.263, de 1975, Ley Orgánica de la Administración Financiera del Estado, las siguientes modificaciones:

1) Agrégase a continuación del artículo 47, el siguiente artículo 47 bis, nuevo:

"ARTICULO 47 bis.- En la emisión de bonos y otros valores representativos de deuda pública que emita el Estado, el Ministerio de Hacienda, mediante decreto supremo cumplido bajo la fórmula "Por orden del Presidente de la República", podrá disponer que tales bonos o valores sean emitidos sin la obligación de imprimir títulos o láminas físicas que evidencien la deuda pública correspondiente. El decreto supremo señalado precedentemente, deberá indicar para una o más emisiones determinadas o en general para todas las emisiones, las reglas, requisitos y demás modalidades necesarias para hacer valer los derechos emanados de los bonos o valores emitidos en la forma antes señalada, incluyendo el procedimiento requerido para transferirlos.

En caso que los bonos o valores se emitan en la forma señalada en el inciso anterior, la suscripción por el Tesorero General de la República y la refrendación del Contralor General de la República exigidas en los artículos 45 y 46 precedentes, deberá efectuarse en una réplica o símil de los bonos o valores emitidos, quedando de esta forma y para todos los efectos legales, autorizada y refrendada la totalidad de los bonos o valores que integran la serie correspondientemente emitida y cuyos términos y condiciones serán idénticos a dicha réplica.

De la misma manera, tratándose de emisiones de bonos y valores efectuadas en la forma establecida en los incisos precedentes, el emisor deberá mantener un registro de anotaciones en cuenta a favor de los tenedores de los correspondientes valores representativos de la deuda pública. La mantención del mencionado registro, podrá ser contratada con un tercero en la forma que indique el decreto supremo a que se refiere el inciso primero."

2) Agrégase el siguiente artículo 74, nuevo:

"Artículo 74°.- Autorízase al Fisco y a todos y cada uno de los servicios y demás instituciones que forman parte del Sector Público, exceptuados los gobier-

nos regionales y municipalidades, para otorgar cobertura a sus riesgos financieros, como variaciones de tipo de cambio, de tipo de interés, de mercancías u otros que afecten directa o indirectamente sus ingresos o gastos. Para tal efecto, se faculta a dichas entidades públicas para contratar operaciones con instrumentos de cobertura de riesgos financieros, tales como "swaps", futuros, opciones financieras, "forward" y los demás que se autorice expresamente mediante decreto supremo emanado del Ministerio de Hacienda, bajo la fórmula "Por orden del Presidente de la República".

Con todo, las operaciones de cobertura financiera autorizadas, deberán tener por objeto exclusivo la gestión de los correspondientes gastos o ingresos, directos o indirectos, de la entidad que celebre tales operaciones financieras. En el decreto antes indicado, se señalarán, además, los procedimientos de control, seguridad, contabilidad y fiscalización que deberán cumplirse al realizar estas operaciones.

Las operaciones financieras que al amparo de este artículo realicen los servicios e instituciones autorizados, sólo podrán iniciarse previo oficio del Ministerio de Hacienda, el que indicará las fuentes de recursos con cargo a los cuales deberán hacerse los eventuales pagos, como también, el destino de los eventuales ingresos que estas operaciones puedan arrojar. Las operaciones que realice directamente el Fisco, podrán ser ejecutadas por el Ministro de Hacienda o el Tesorero General de la República en representación de aquél.

Los términos y condiciones financieras que sean negociados para la contratación de las operaciones aquí señaladas, deberán ajustarse en todo a las que prevalezcan en el mercado al tiempo de su contratación. Si tales condiciones no pudieren ser claramente determinadas, el oficio señalado en el inciso anterior deberá mencionar esta circunstancia en forma expresa.

Las operaciones reguladas por este artículo no constituyen deuda pública para los efectos de la aplicación de las normas del Título IV de este Decreto Ley y, en consecuencia, se regirán exclusivamente por lo dispuesto en el presente artículo."

ARTICULO 2°.- Agrégase al artículo 13 de la Ley N° 10.336, Ley Orgánica de la Contraloría General de la República, inmediatamente después del actual inciso final que pasa a ser segundo, el siguiente inciso, nuevo:

"En los casos que los bonos y otros valores representativos de deuda pública sean emitidos por el Estado, sin la obligación de imprimir títulos o láminas físicas que la evidencien, de acuerdo con el artículo 47 bis del Decreto Ley N° 1.263 de 1975, la refrendación del Contralor deberá efectuarse en una réplica o símil de los bonos o valores emitidos. De esta forma y para todos lo efectos legales, quedará refrendada la totalidad de los bonos o valores que integran la serie correspondiente al símil."."

Dios guarde a V.E.,

RICARDO LAGOS ESCOBAR
Presidente de la República

NICOLÁS EYZAGUIRRE GUZMÁN
Ministro de Hacienda