

Cláusulas restrictivas (covenants) en los contratos de bonos: evidencia empírica en Chile

Alvaro Araya I.

Empresa Nacional del Petróleo

Gonzalo Islas R.

Universidad Adolfo Ibáñez

Carlos Maquieira V.

Universidad de Chile

Extracto

Dentro de la literatura financiera dedicada al análisis de los problemas de agencia, un aspecto de particular interés corresponde al conflicto que surge entre accionistas y tenedores de bonos (bonista). Existe una extensa literatura que analiza las distintas manifestaciones o efectos que puede generar este conflicto, y sus posibles formas de solución, una de las cuales es el uso de cláusulas restrictivas en los contratos de emisión de deuda (covenants). El trabajo presenta una discusión sobre las principales características del conflicto accionista-bonista, una descripción del marco legal que norma las emisiones de bonos en Chile y un análisis clínico de las

Este trabajo tiene como base la tesis realizada por Alvaro Araya y dirigida por Carlos Maquieira con el propósito de optar al grado de Magíster en Finanzas de la Universidad de Chile.

Los autores agradecen los valiosos comentarios del profesor Jorge Gregoire C.

características de las cláusulas contractuales de las emisiones de deuda en Chile en el período 1987-2000, en la cual se enfatizan especialmente los determinantes del uso frecuente de ciertas cláusulas específicas en el mercado de deuda chileno. El análisis muestra que las cláusulas más usadas en el mercado chileno son aquellas destinadas a impedir la dilución de derechos (principalmente a través de restricciones a la política de financiamiento en un 83% de los casos).

Abstract

Within financial literature aimed at analyzing agency issues, a particularly interesting aspect of it corresponds to the conflict that arises between stockholders and bondholders. There is a fair amount of literature that dissects the different manifestations or outcomes that such a conflict might generate, as well as the possible ways of solving these, one of which is the use of covenants in debt contracts. This paper presents a discussion on the main features of the stockholder-bondholder conflict, a description of the regulatory framework of bond issuance in Chile and a clinical assessment of the characteristics of the covenants used in Chile, from 1987 to 2000, specially emphasizing of certain specific clauses in the Chilean debt market. This paper shows that the covenants most widely used in the Chilean Market, are those related to the claim dilution problem (83% of the contracts restrict the either financial policy or the capital structure).

1. Introducción

La existencia de deuda en una empresa provoca conflictos de intereses entre accionistas y acreedores y puede generar incentivos perversos que conducen, entre otros problemas, a adoptar decisiones de inversión subóptimas. El propósito de este trabajo es estudiar la forma en que se mitiga este problema en el mercado chileno. El estudio se centra en el conflicto específico que existe entre los accionistas y un tipo de acreedores de la empresa (tenedores

de bonos o *bonistas*¹), y que se deriva del hecho de que aquéllos pueden arbitrariamente tomar decisiones de inversión, de financiamiento y de política de dividendos en detrimento económico de éstos.

Para ello, se abordará primeramente una breve descripción teórica del problema de agencia entre accionistas y bonistas, señalando la fuente del conflicto y sus manifestaciones más conspicuas. Posteriormente, se analizarán en términos genéricos las cláusulas restrictivas que suelen incluirse en los contratos de bonos, "*covenants*"², y su eficacia en el control del conflicto indicado. Acto seguido, se describe el marco institucional de las emisiones de bonos en Chile, el que determina en gran parte la fisonomía de las cláusulas restrictivas utilizadas en el país. Por último, se presentarán los resultados y conclusiones de la revisión del contenido de los contratos de bonos en Chile.

2. El problema de agencia entre accionistas y tenedores de bonos

A partir del trabajo seminal de Coase (1947), una larga serie de autores han estudiado los distintos conflictos de agencia que se presentan al interior de una empresa. En este estudio, se analiza el problema que se presenta entre el acreedor tenedor de bonos de la empresa, en calidad de *principal*, y los accionistas de la misma, que para estos efectos son los *agentes*.

Existen variados mecanismos a través de los cuales los accionistas de una empresa endeudada pueden efectuar transferencias de riqueza en su favor, reduciendo el valor económico de la deuda. Piénsese, por ejemplo, en la hipótesis simplificadora consistente en que, una vez emitida la deuda, la empresa liquide todos sus bienes y entregue el producto a los accionistas, en calidad de dividendos, dejando para los acreedores una empresa sin el más mínimo respaldo económico: el continente sin contenido alguno.

¹Para individualizar a los acreedores dueños de bonos, se utilizarán en lo sucesivo e indistintamente, el neologismo "bonistas" y la expresión "tenedores de bonos" o simplemente "tenedores".

²Debido a que no contamos con un correlato exacto en español del vocablo inglés *covenant*, no se le traducirá, usándosele en letra cursiva.

La fuente del conflicto accionista-bonista radica en la endogeneidad de las políticas de inversión, endeudamiento y dividendos. Existen fuertes estímulos que pueden llevar a los accionistas a inspirar sus decisiones no precisamente en el ánimo de maximizar el valor de la empresa, sino más bien en la búsqueda de su propio bienestar. De acuerdo a la clasificación efectuada por Smith y Warner (1979), es posible distinguir cuatro manifestaciones del conflicto de intereses que nos ocupa: la dilución de derechos a través de la emisión de nueva deuda, el otorgamiento de dividendos liquidatorios o expropiatorios, el incremento del riesgo de los activos de la empresa o sustitución de activos y la pérdida de oportunidades rentables de inversión o subinversión.

El problema de la dilución de derechos, se presenta cuando la emisión por parte de una empresa de nueva deuda, con igual o mejor prioridad de pago, genera una disminución en el valor de mercado de la deuda ya existente, valorada bajo el supuesto de que no se presentarían nuevas emisiones (Galai y Masulis, 1976).

Dicho de otra forma, existe un mayor riesgo de insolvencia o de quiebra del emisor, si éste emite nueva deuda y mantiene inalterados los activos de la empresa, incluyendo sus flujos futuros de caja. Dicho mayor riesgo de no pago será naturalmente internalizado en la tasa de interés que cobrarán los nuevos acreedores. Los antiguos, por el contrario, deberán soportar un decremento neto del valor de mercado de sus acreencias. Por último, como el valor total de los activos de la empresa no ha cambiado necesariamente, el menor valor de mercado de la deuda favorece a los dueños de los activos residuales: los accionistas.

Por otra parte, la política de dividendos también puede provocar una dilución de los derechos de los bonistas (Black, 1976). En efecto, si los bonos emitidos por una empresa son valorados asumiendo que se mantendrá una determinada política de dividendos, el valor de mercado de dichos bonos puede disminuir si la tasa de dividendos se incrementa en el futuro y dicho aumento se hace a costa de desperdiciar oportunidades rentables de inversión.

Asimismo, si se emiten bonos fijándose una tasa de interés que considera, entre otros factores, que el emisor va a desarrollar determinados proyectos de inversión, se producirá una transferencia de riqueza en favor de los accionistas, si éstos sustituyen los proyectos a ejecutar por otros de mayor

riesgo. El efecto señalado es de toda evidencia si se considera, que el accionista de una empresa endeudada posee una *opción call* escrita sobre los activos de la empresa: Si éstos presentan una mayor volatilidad, el valor de mercado de la opción aumenta (Galai y Masulis, 1976).

Es interesante señalar que, si bien en estos casos existe siempre una transferencia de riqueza en favor de los accionistas, y en detrimento de los acreedores de la empresa, no necesariamente se produce una disminución en el valor total de la misma. En efecto, dicha disminución no se presenta si tanto el proyecto sustituido como el substituyente tienen el mismo valor actual neto. Por el contrario, existiría tanto una transferencia de riqueza como una pérdida del valor total de la empresa, si el proyecto substituyente tiene un valor actual neto negativo y es aceptado por los accionistas exclusivamente porque, no obstante ello, la varianza del mismo es tan alta que aumenta de todas maneras el valor económico de las acciones. Se produciría en dichos casos una suerte de sobreinversión.

Por último, a partir del supuesto de que una parte significativa del valor de una empresa consiste en sus oportunidades futuras de inversión, en la forma de activos intangibles, y considerando el elemento de discrecionalidad presente en dichos activos, Myers (1977) señala que una empresa con deuda riesgosa emitida y que actúe en el interés de sus accionistas, seguirá una regla de decisión distinta de una empresa no endeudada. En efecto, la empresa altamente endeudada puede tener incentivos para rechazar proyectos con valor presente neto positivo, si los beneficios potenciales de aceptar dichos proyectos alcanzan para servir la deuda pero no son lo suficientemente altos como para beneficiar a los accionistas. Este problema es conocido como subinversión. Barclay y Smith (1995) complementan señalando que, dado que las oportunidades de inversión futura pueden ser vistas como opciones cuyo valor dependerá de su ejercicio en el momento óptimo, el problema de la subinversión será mayor en el caso de empresas con mayores oportunidades de crecimiento.

A. El control de los problemas de agencia accionistas-bonistas

¿Qué efectos tiene la utilización de mecanismos para controlar el problema accionista-bonista sobre el valor de la empresa? El efecto dependerá si el problema de agencia implica meras transferencias de riqueza entre accionistas y bonistas, dejando inalterado el valor total de los flujos futuros de la empresa, o si, por el contrario, involucra una disminución del valor presente de dichos flujos futuros.

Smith y Warner (1979), plantean dos hipótesis contrastantes. La primera posición arguye que el control de estos conflictos, vale decir, la inclusión de *covenants* en los contratos de deuda, altera meramente la distribución de pagos entre los dueños de los distintos derechos dentro de la empresa, siendo irrelevante en lo relativo al valor de la empresa como un todo. Además, existirían una serie de mecanismos distintos a los mencionados *covenants* que inducen a los accionistas a elegir políticas de inversión maximizadoras del valor de la empresa y no exclusivamente del valor de sus derechos sobre ella. Esta hipótesis se denomina "hipótesis de irrelevancia"³. Por su parte, la segunda hipótesis, que Smith y Warner denominan la contratación costosa, asume que el control del conflicto accionista-bonista a través de contratos financieros puede incrementar el valor de la empresa. A partir del supuesto de que la inclusión de *covenants* involucra costos, estiman que éstos se ven más que compensados por el aumento del valor de la empresa producido a consecuencia de la idoneidad de ciertas cláusulas contractuales para evitar los costos de oportunidad de políticas de inversión subóptimas.

En primer lugar, se señala que la inclusión de *covenants* en los contratos de bonos es un fenómeno que se presenta desde hace cientos de años en el mercado norteamericano, y que su forma actual y su supervivencia se explican por el hecho de que representan una solución contractual eficiente y útil desde el punto de vista de la empresa emisora.

³Dichos mecanismos consistirían en fuerzas externas de mercado que disciplinan a los administradores. Por ejemplo, se arguye que constituyen estímulos suficientes para la adopción de políticas maximizadoras, la probabilidad de ser objeto de toma de control o *takeovers* y el hecho de que existan evidencias de que el mercado sistemáticamente subvalora a las empresas que se dedican a explotar situaciones de transferencia de riqueza en contra de los acreedores.

Asimismo, se concluye que es un fenómeno costoso, no en cuanto a la redacción de los contratos (por la existencia de cláusulas estandarizadas), sino más bien en lo que respecta a los costos directos e indirectos (oportunidad) derivados del proceso de cumplimiento de las restricciones. Sin embargo, los autores no efectúan estimaciones de la magnitud de tales costos. Por otra parte, se concluye que las limitaciones a las políticas de financiamiento y dividendos serán usadas para restringir indirectamente la política de inversión, debido a la alta dificultad y costos de monitoreo que requiere una prohibición directa.

Por lo tanto, la conclusión general más importante de estos autores radica en la confirmación de la hipótesis de la contratación costosa, que considera relevante para el valor de la empresa la solución del conflicto accionista-bonista a través de *covenants* en los contratos de deuda. Malitz (1986), analizando para una muestra de 252 bonos encuentra nuevamente evidencia que respalda la hipótesis de la contratación costosa.

El desarrollo teórico más reciente intenta valorar la magnitud relativa de los costos de agencia de la deuda. Los resultados obtenidos hasta el momento son contradictorios, y altamente dependientes de las especificaciones de los modelos utilizados.

Kim y Maksimovic (1990), evaluando los efectos de la estructura financiera en la función de costos de una empresa, demuestran que en la industria norteamericana de transporte aéreo de pasajeros, en la década de los setenta, se presentaron costos de agencia de la deuda estadísticamente significativos. Afirman que altos niveles de deuda se asocian a inversiones subóptimas en activos fijos e ineficientes combinaciones de factores variables de producción. En el margen, concluyen, la pérdida de eficiencia debido a incremento en la deuda es suficientemente grande como para disipar una parte sustancial de los beneficios tributarios del apalancamiento.

Por su parte, Mello y Parsons (1992), utilizando un modelo de valoración de activos contingentes para estudiar los incentivos que provoca el endeudamiento en las decisiones operativas de la empresa, concluyen que los costos de agencia de la deuda son altamente significativos, alcanzando un 4,3% del valor de la deuda emitida. Mauer y Triantis (1994), sin embargo, obtienen un resultado contrario, al utilizar un modelo que permite la recapitalización de la deuda a través del tiempo.

Leland (1998) analiza el valor de los costos de agencia derivados del problema de la sustitución de activos, concluyendo que la diferencia en el valor de la empresa cuando puede alterar sus niveles de riesgo una vez que la deuda ha sido colocada (y por lo tanto, el monto de los costos de agencia) es pequeño. Parrino y Weisbach (1999) obtienen un resultado similar al analizar el caso de una empresa que sobreinvierte.

Moyen (1999) analiza la subinversión en el caso de una firma que toma decisiones de deuda e inversión en un ambiente dinámico, donde la política de endeudamiento es elegida antes de la decisión de inversión, encontrando que no existen costos de agencia.

B. Formas de control: los covenants

Dado que las relaciones contractuales representan una parte esencial de la noción de empresa y considerando que la distribución de derechos, fijos o residuales, se efectúa principalmente mediante contratos, explícitos o implícitos, es evidente que el comportamiento de los accionistas de una empresa, a través de sus administradores, dependerá en buena medida del contenido específico del contrato de deuda. El principal mecanismo de control del conflicto accionista-bonista es, en consecuencia, el contrato. Éste debe contener los estímulos adecuados para inducir al agente a maximizar el valor de la empresa.

A este respecto vale destacar la heterogeneidad de los emisores de bonos. Cada entidad o empresa es diferente e irrepetible, ya que representa una combinación única de distintos factores, incluyendo historia particular, mercado objetivo, cartera de proyectos, estructura financiera, flujos de caja, dueños, administradores, acreedores, clientes, etcétera. Siendo ello así, los participantes del mercado de capitales requieren de dos condiciones para tomar decisiones correctas. Primero, información suficiente para poder categorizar al máximo a la empresa de que se trate. Segundo, un abanico de opciones contractuales que permita personalizar el contenido de los contratos de manera de reflejar en ellos la información que se posee.

Tal como indican Berkovitch y Kim (1990), los métodos contractuales disponibles para los inversionistas y que se utilizan para mitigar

los referidos costos de agencia de la deuda pueden clasificarse en tres categorías: (i) renegociación de los contratos existentes una vez que los conflictos se producen; (ii) estipulación de mecanismos que permitan a la empresa, antes de adoptar la decisión de ejecutar nuevos proyectos, eliminar la deuda existente o neutralizar sus efectos, y (iii) diseño de contratos que reduzcan *ex ante* los referidos costos. De estas categorías, las dos últimas son materia de esta investigación⁴, que incluye especialmente el estudio de las cláusulas restrictivas de las decisiones de los accionistas. Dichas cláusulas, denominadas *covenants*, pueden limitarse a prohibir ciertas actividades o decisiones, pero a menudo envuelven también la exigencia de realizar ciertos actos e incluso celebrar contratos por parte de los accionistas o administradores de la empresa.

Debe señalarse, en todo caso, que el control contractual de estos conflictos no está exento de costos, ya sea directos, como los envueltos en los procesos de negociación del contrato y de ejecución y monitoreo de sus cláusulas, o indirectos, tales como una reducción en las ganancias, derivada de la pérdida de oportunidades de inversión en el caso de cláusulas exageradamente restrictivas. Berlin y Loeys (1988) acotan que, debido a que los contratos de deuda están basados y se aplican en un ambiente de información ruidosa con respecto a la condición financiera de la empresa, tienden a ser o demasiado severos o demasiado permisivos. Contratos severos conducen a innecesarios incumplimientos, con lo que buenos proyectos dejan de ejecutarse. Por su parte, contratos permisivos no impiden que maduren malos proyectos.

En este sentido, los bonistas tendrán incentivos para estipular *covenants* y realizar actividades de monitoreo, hasta el punto en que el costo marginal de hacerlo se iguale al beneficio marginal (reducción de pérdida residual) que reportan. (Jensen y Meckling, 1976).

Por último, y sin perjuicio de lo anterior, podemos agregar que es el propio legislador quien controla en alguna medida estos conflictos, reconociendo una serie de derechos comunes a todo acreedor, por un lado, y estableciendo un estatuto especial para los acreedores bonistas, por el otro.

⁴Un análisis acerca de cómo la renegociación de la deuda, y el servicio estratégico de la misma, pueden eliminar tanto los costos de agencia como los de quiebra de la deuda, se encuentra en un reciente estudio de Mella-Barral y Perraudin (1997).

Esta materia, que normalmente es omitida en la literatura financiera, se trata en la sección 4 de este artículo.

3. Cláusulas restrictivas (covenants)

Las cláusulas restrictivas o *covenants* son estipulaciones incluidas en los contratos de deuda, en virtud de las cuales el emisor de bonos se obliga a hacer o a no hacer algo, o declara acerca de la veracidad de ciertos hechos o datos.

Existe una gran diversidad de cláusulas restrictivas, estas pueden ser clasificadas atendiendo al modo en que operan, a sus condiciones de aplicación, y a su vigencia en el tiempo, finalidad y contenido.

Debido a que los accionistas pueden generar transferencias de riqueza en su favor no sólo a través de acciones sino que también por medio de omisiones, los acreedores estarán interesados tanto en prohibir determinadas conductas lesivas a sus intereses como en ordenar la realización y celebración de ciertos actos y contratos. Por ello, de acuerdo a cómo opera la cláusula respectiva, encontramos *covenants* imperativos y prohibitivos⁵. Son imperativos si ordenan la ejecución de algún acto o la celebración de un contrato. Por el contrario, son *covenants* prohibitivos los que consisten en la mera proscripción de determinada conducta. Un ejemplo de *covenant* imperativo es aquella cláusula, muy frecuente en Chile, que exige contratar seguros para los activos operacionales del emisor. Un típico *covenant* prohibitivo es, por su parte, aquel que impide pagar dividendos a los accionistas. Adicionalmente, denominaremos cláusulas facultativas o permisivas a aquellas que carecen de contenido obligacional, otorgando más bien un derecho u opción sea a los accionistas, sea a los tenedores de bonos. Ejemplos de estas cláusulas son la convertibilidad de los bonos en acciones y la rescatabilidad anticipada de los mismos.

⁵En la documentación jurídica norteamericana, y en parte de la literatura revisada, se denominan *affirmative* y *negative covenants* a los que aquí llamamos respectivamente *imperativos* y *prohibitivos*. Estas denominaciones nos parecen más explicativas que aquéllas en el caso de Chile.

De acuerdo a las respectivas condiciones de aplicación, podemos distinguir entre *covenants* absolutos o incondicionados y *covenants* condicionados. Los primeros son aquellos que se aplican siempre y en todo caso, como por ejemplo la obligación de presentar reportes periódicos a los bonistas. Por el contrario, son *covenants* condicionados los que se aplican exclusivamente en ciertos estados de la naturaleza, cuando una condición se cumple o un hecho futuro e incierto se produce.

Si la cláusula contiene una exigencia que debe satisfacerse en una oportunidad determinada y por una sólo vez, se denominará *covenant* de ejecución instantánea. En caso de que el mandato se aplique durante toda la vigencia de la deuda, se tratará de un *covenant* de ejecución diferida o de tracto sucesivo. Un *covenant* de ejecución instantánea es aquel que exige la constitución de garantías. Son *covenants* de tracto sucesivo, por su parte, la exigencia de mantener en condiciones operativas los activos del emisor y la de establecer fondos de amortización de la deuda.

De acuerdo a qué manifestación de los costos de agencia se quiere soslayar, podemos distinguir *covenants* anti-dilución de derechos, anti-sustitución de activos y anti-subinversión. Evidentemente, la limitación de los dividendos a un porcentaje dado de la utilidad del ejercicio, así como una cláusula que impida sobrepasar determinado índice de apalancamiento, constituyen ejemplos de *covenants* anti-dilución de derechos. Por su parte, las restricciones sobre fusiones o a la libre disposición de ciertos bienes, constituyen sin duda *covenants* anti-sustitución de activos. Por último, un *covenant* anti-subinversión puede consistir en la limitación del monto de los dividendos, ya que ello en ciertos casos conduce a la necesidad de invertir recursos que, de otra manera, hubieran sido destinados a los accionistas.

Por último, en atención al contenido mismo de las restricciones, prohibiciones o imperativos ínsitos en las cláusulas, podemos encontrar *covenants* que restringen la política de producción o inversión, los que limitan la política de dividendos, aquellos que afectan la política de endeudamiento, los que alteran el patrón de pago y, finalmente, aquellos que imponen actividades de auto monitoreo.

Como *covenants* que afectan la política de producción o inversión se pueden citar la restricción o prohibición de ciertas inversiones, las

restricciones a la disposición de activos, la exigencia de constitución de garantías reales y la restricción sobre actividades relacionadas con fusiones.

Asimismo, los *covenants* que restringen la política de dividendos pueden tomar la forma de simples prohibiciones o límites porcentuales, como también pueden consistir en sistemas más complejos asociados a la definición de un fondo o inventario disponible para el pago de dividendos.

Los *covenants* que restringen la política de endeudamiento generalmente prohíben o limitan la emisión de deuda adicional, o exigen la mantención de ciertos índices financieros, u ordenan el mejoramiento de la prioridad de pago de la deuda si se emite deuda adicional, o establecen que dicha deuda adicional sea subordinada a la deuda vigente, etcétera.

Por su parte, las cláusulas que alteran el patrón de pago son fundamentalmente aquellas que exigen la constitución de fondos de amortización, las que permiten un rescate anticipado de los bonos, las que facultan a los bonistas a pedir la aceleración de la deuda y las que establecen la convertibilidad de los bonos en acciones.

Por último, pertenecen a la categoría de *covenants* que imponen actividades de auto monitoreo, las cláusulas que exigen emisión de informes periódicos, contratación forzada de seguros, especificación de técnicas contables y las que requieren declaraciones de cumplimiento por parte de ejecutivos de la empresa emisora.

4. Marco institucional en Chile

A. Concepto de bonos

De acuerdo a la literatura jurídica, "los bonos o *debentures* son títulos de crédito que pertenecen a la categoría de los valores mobiliarios o títulos de participación social, que convierten a sus titulares en acreedores de la sociedad emisora, permitiendo no sólo la restitución de su valor nominal, sino

también el pago de intereses, reajustabilidad según determinados indicadores económicos y otras ventajas de orden económico financiero"⁶.

En términos más simples, los bonos son títulos que se emiten en series uniformes y que representan un derecho de crédito en contra de la sociedad emisora, pagadero en determinados plazos y con una tasa de interés dada.

La emisión y oferta pública de bonos está ampliamente reglamentada por el Título XVI "De la emisión de títulos de deuda a largo plazo" de la ley 18.045 de Mercado de Valores⁷. En dicho cuerpo legal se establecen los procedimientos y exigencias de la emisión y, en general, una serie de normas destinadas a proteger la fe pública y el derecho tanto de los potenciales inversionistas como concretamente de los suscriptores de los bonos.

Asimismo, la ley 18.010 sobre operaciones de crédito de dinero se aplica en la especie, en lo tocante a las condiciones del crédito, su reajustabilidad, los intereses estipulados y la moneda en que debe servirse. Por último, tratándose de operaciones mercantiles y, en general, de contratos y otros actos jurídicos, la emisión y oferta de bonos se rige también por las normas generales de aplicación supletoria del Código de Comercio y del Código Civil.

Adicionalmente las normas de la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS) (norma de carácter general N°30) establecen las menciones

⁶ Sandoval López, pag. 512.

Cabe señalar que, aparte de los títulos de crédito consistentes en valores mobiliarios o de participación social, como los bonos o las acciones, la doctrina jurídica distingue también entre títulos de pago o efectos de comercio, como letras, pagarés y cheques, y títulos representativos de mercaderías, como las cartas de porte, los acreditivos de importación, los certificados de depósito en almacenes generales, etcétera.

⁷ En lo sucesivo, Ley de Mercado de Valores. La legislación relativa a bonos se inauguró en Chile el año 1929, a través de la Ley 4.657. Dicho cuerpo legal fue complementado por la Ley 16.394, del 15 de diciembre de 1965, la que a su vez sufrió modificaciones sucesivas por medio de las leyes 17.308 y 17.318, ambas del año 1970. Posteriormente, la Ley 4.657 y sus normas complementarias fueron derogadas de manera expresa por el Decreto Ley 1.064, del año 1975. Este decreto dispuso que sólo podrían emitir bonos las sociedades anónimas constituidas en Chile y reglamentó el proceso de emisión, incluyendo normas relativas a la creación de un registro de bonos, las formalidades de la emisión y suscripción de los mismos, las juntas de tenedores de bonos, las responsabilidades de los directores y gerentes de las sociedades emisoras, las sanciones por incumplimientos de sus normas, etcétera. Finalmente, en el año 1981 se promulga la legislación actual: Ley 18.045 sobre Mercado de Valores.

que deberá contener la escritura en que conste la emisión de bonos, los requerimientos de información para la inscripción de dichas emisiones en el Registro de Valores y las obligaciones de difusión e información continua que pesan sobre los emisores.

B. Características de los bonos

Esencialmente, la emisión y oferta pública de bonos se caracteriza por presentar pluralidad de prestamistas, unidad del prestatario y unidad del crédito, esto último implica, por ejemplo, que no se puede discriminar entre bonos de una misma serie; por la exigencia de constitución de un mandatario o fideicomisario común; por consistir en créditos de plazo mayor a un año (cuando se trata de instrumentos de deuda con plazo menor a un año, se denominan pagarés de empresas), y por tratarse de una operación regulada y formal, es decir, se trata de una operación sujeta a restricciones legales tendientes a proteger la fe pública y el interés del inversionista.

La ley exige el otorgamiento de una escritura pública de emisión con ciertas menciones obligatorias, la inscripción en el Registro de Valores tanto del emisor como del instrumento de que se trate, la presentación de dos clasificaciones de riesgo del mencionado instrumento, el respeto del principio del tratamiento equitativo a todos los tenedores de bonos de una misma serie, la obligación de entregar a los tenedores de bonos información oportuna y veraz acerca del emisor y el estado de sus negocios, etcétera. Esta regulación tiene la virtud de controlar en alguna medida los problemas de agencia surgidos entre accionistas y tenedores de bonos, directamente en ciertos casos e indirectamente en otros, poniendo a disposición de los contratantes una serie de mecanismos jurídicos idóneos.

Pueden ser suscriptores de bonos inversionistas públicos o privados, sin limitación alguna. Del mismo modo, una vez emitidos los bonos, éstos pueden ser adquiridos en el mercado secundario por cualquier persona.

Los tenedores de bonos se manifiestan y toman sus decisiones a través de juntas ordinarias y extraordinarias, las que constituyen su órgano superior de administración. Aunque se trate del mismo emisor, habrá tantas juntas de tenedores de bonos como emisiones existan. Las juntas se

constituyen con los tenedores de bonos que reúnan a lo menos la mayoría absoluta de la emisión correspondiente, y sus decisiones se adoptan con la mayoría absoluta de votos de los bonos asistentes. Sin embargo, se requieren dos tercios de los votos pertenecientes a todos los bonos emitidos en caso de reformas al contrato de emisión. Más aún, se requiere la unanimidad de todos los bonos, si dichas reformas se refieren a tasa de interés, sistema de reajuste, oportunidades de pago, monto y vencimiento de amortizaciones y garantías de la emisión.

C. Representantes de los tenedores de bonos

El representante de los tenedores es mandatario común que debe actuar en el mejor interés de éstos. A él le toca especialmente el ejercicio de todas las acciones legales y judiciales que se refieran a la defensa del interés común de los tenedores, especialmente la interposición de demandas de cumplimiento forzado o de cobro anticipado por no pago de los bonos o por otro incumplimiento grave y la solicitud de declaratoria de quiebra del emisor. Adicionalmente, el representante podrá exigir informes al emisor y a sus auditores externos, deberá verificar el cumplimiento de las condiciones pactadas en la emisión; verificar el uso de los fondos y velar por el pago equitativo y oportuno a todos los tenedores de bonos.

Para controlar los problemas de agencia derivados de la relación representante-representados, el legislador ha tomado una serie de resguardos, entre éstos están el que el representante responde hasta la culpa leve en el ejercicio de sus funciones, además de ser removible, por la voluntad de la junta de tenedores.

Adicionalmente, se establece que sólo podrán asumir dicha función, los bancos, las sociedades financieras y demás personas que autorice la Superintendencia, que acrediten y mantengan un patrimonio mínimo de 5.000 unidades de fomento. Para asegurar la imparcialidad del representante, se establece también que no podrán ser personas relacionadas del emisor.

Por último, de acuerdo con la ley, en caso de que la finalidad de la emisión de bonos fuere financiar nuevos proyectos de inversión, de un

monto superior al 40% del valor total del activo individual existente antes de la emisión y que exijan la aplicación en etapas sucesivas de los recursos captados, durante un período superior a un año, se nombrará adicionalmente un administrador extraordinario de dichos recursos y un encargado de la custodia de los mismos.

D. Formalidades de la emisión

El procedimiento de emisión de bonos comienza con la inscripción del emisor en el Registro de Valores. A la solicitud de inscripción se acompañarán antecedentes del emisor referidos a aspectos generales, económicos y financieros, hechos considerados esenciales o relevantes y otros antecedentes adicionales.

Posterior o simultáneamente se solicitará la inscripción de la emisión, para lo cual habrá de acompañarse copia de la escritura pública que dé cuenta del contrato respectivo. Debe adjuntarse, asimismo, un prospecto de la emisión, que contenga resumidamente toda la información relativa a las características de la misma, de acuerdo a un formato tipo suministrado por la SVS. Del mismo modo, debe acompañarse también una copia del acta, de la sesión del Directorio de la sociedad emisora en la cual se autorizó la emisión, con indicación de sus características principales. Por último, junto con la solicitud deberán presentarse dos clasificaciones de riesgo del instrumento de deuda a inscribir.

Una vez terminado el trámite de la inscripción, el emisor deberá publicar en al menos dos diarios de amplia circulación nacional, un aviso dirigido al público inversionista informando sobre las principales características de la emisión y de la sociedad emisora.

Posteriormente, una vez colocados los bonos, la sociedad emisora deberá crear un registro de tenedores, donde anotará todos los títulos que haya emitido con indicación de su número, serie, valor y el nombre de la persona a quien pertenezcan. Asimismo, la entidad emisora queda sujeta a la denominada obligación de información continua a la Superintendencia.

E. Características del contrato de emisión

La escritura contendrá todas las características y modalidades de la emisión y los derechos, facultades y obligaciones de la sociedad emisora, del representante de los tenedores y del administrador extraordinario y encargado de custodia, en su caso.

La Superintendencia exige las siguientes menciones obligatorias del contrato:

- i) informaciones jurídicas y económicas respecto del emisor y del representante provisional de los tenedores de bonos, y del administrador extraordinario y del encargado de custodia, en su caso;
- ii) antecedentes y características de la emisión: monto, series, número, cupones, plazos, intereses, reajustes, amortizaciones, sorteos, rescates, garantías, convertibilidad, preferencias, procedimientos de canje o reemplazo, etcétera;
- iii) uso de los fondos;
- iv) obligaciones, limitaciones y prohibiciones del emisor relativas a índices de endeudamiento; mantención, sustitución o renovación de activos; facultades complementarias de fiscalización; limitación para celebrar actos o contratos, etcétera;
- v) indicación de casos en que se presumirá incumplimiento del emisor;
- vi) normas relativas al representante de los tenedores de bonos y juntas de bonistas;
- vii) la naturaleza del arbitraje a que se someterán los conflictos que se produzcan con ocasión de la emisión, de su vigencia o de su extinción.

Adicionalmente, podrá incluirse en el contrato cualquier otra estipulación que las partes estimen conveniente para la mejor regulación de los derechos y protección de los tenedores de bonos.

F. Ejecutabilidad de los bonos

El tenedor de bonos no es más que una clase especial de acreedor del emisor. En virtud de ello, goza de los derechos que la ley acuerda a todo acreedor, además de los derechos especiales del acreedor bonista. Algunos de estos derechos especiales pertenecen a la naturaleza del contrato de emisión, por lo que existen sin necesidad de pactarlos expresamente. Otros requieren de una estipulación especial de las partes.

Entre aquellos derechos que no requieren pacto especial está el de solicitar forzosamente el pago del crédito en el evento de que el emisor no esté dispuesto voluntariamente a pagarlo, solicitando directamente la ejecución forzada a través del respectivo embargo de bienes del deudor. Este derecho es irrenunciable, y cada tenedor puede demandar en forma conjunta o separada.

Finalmente, entre los derechos que requieren un pacto especial está la constitución de garantías o cualquier cláusula limitativa adicional.

5. Evidencia en el mercado chileno

A. Datos y muestra

Con la finalidad de observar la forma en que se diseñan los contratos de deuda en Chile para controlar los costos y problemas de agencia derivados de la relación accionista-bonista, y considerando que el mercado chileno de bonos es aún muy reducido y tiene poca historia, se analiza una muestra de emisiones que abarca desde el año 1987 al año 2000 y que se encontraban vigentes a partir de diciembre de 1997 o en forma posterior.

Desde que entró en vigencia la Ley de Mercado de Valores, el 21 de octubre de 1981, y, hasta diciembre de 2000 se habían efectuado 242 emisiones de bonos, de las cuales cerca de un 60% ya se encuentra con sus créditos absolutamente extinguidos.

Asimismo, se omitieron de la muestra las emisiones de bonos correspondientes a securitización, ya que tienen características y objetivos distintos al común de los bonos analizados en este estudio, tampoco se

incluyeron los bonos bancarios. En resumen, la muestra final incluye un total de 119 emisiones cuyos datos más relevantes (emisor, fecha, monto, plazo, tasa de interés) son presentados en el cuadro 1.

Se incluye también el análisis de varios tipos de submuestras. Con ellas se pretende identificar comportamientos significativamente distintos atendiendo al sector económico al que pertenece el emisor, a los plazos de madurez de las respectivas emisiones y a la época de la emisión.

En lo relativo a los sectores de actividad económica, y considerando el limitado número de observaciones, se distingue simplemente entre las áreas servicios, industria, recursos naturales y electricidad. (En el cuadro 1 se indica la clasificación por sector de cada emisión).

Por su parte, en lo tocante a los plazos de madurez de los bonos, se analizaron dos tipos de submuestras: una que divide las emisiones de bonos de entre menos de 10 y más de 10 años y otra que divide la muestra en: emisiones de menos de 12 años, emisiones entre 12 y 20 años y emisiones de más de 20 años plazo. En el caso de última se obtienen 3 submuestras de tamaño equivalente por lo que se utilizará tal división a lo largo del estudio. Cabe esperar, en principio, que mientras mayor sea el plazo de la emisión mayores sean también las restricciones, puesto que el emisor tiene en dichos casos más oportunidades de sustituir activos, diluir derechos o distorsionar sus decisiones de inversión.

Una práctica común en el mercado, es la emisión simultanea de distintas series de bonos con distintos plazos. En tales casos, si por ejemplo una emisión considera una serie de 10 años y una serie de 25 años, equivale a 2 observaciones en la muestra, luego el total de observaciones disponibles es de 142, mayor que el total de emisiones consideradas.

Por último, se ha dividido la muestra en dos partes: una que agrupa a todas las emisiones correspondientes al período 1987-1994 y otra relativa a las emisiones desde marzo de 1994 en adelante. La fecha de quiebre corresponde a la entrada en vigencia de la Ley 19.301 (Modificatoria de la Ley del Mercado de Capitales), que incorporó una serie de cambios en lo relativo a la emisión de bonos y del funcionamiento del mercado de valores en general.

Cuadro 1
Descripción general de la muestra

	EMISIÓN		SECTOR ECONÓMICO				PLAZO			
	ANTES DE MARZO 94	DESPUÉS DE MARZO 94	I	S	RN	E	- DE 10	+ DE 10	- 12	+ DE 20
Porcentajes según sector económico										
Industria	15	11	26	0	0	0	11	15	14	8
Porcentaje	58%	42%	100%	0%	0%	0%	42%	58%	54%	31%
Servicios	21	39	0	60	0	0	14	46	27	11
Porcentaje	35%	65%	0%	100%	0%	0%	23%	77%	45%	18%
Recursos Naturales	18	17	0	0	35	0	6	29	12	15
Porcentaje	51%	49%	0%	0%	100%	0%	17%	83%	34%	23%
Eléctrico	14	8	0	0	0	22	2	20	5	11
Porcentaje	21%	12%	0%	0%	0%	32%	3%	29%	7%	9%
Porcentajes según Plazo										
- de 12	30	28	14	27	12	5	33	25	58	0
Porcentaje	52%	48%	24%	47%	21%	9%	57%	43%	100%	0%
12 - 20	31	14	8	11	15	11	0	45	0	45
Porcentaje	69%	31%	18%	24%	33%	24%	0%	100%	0%	100%
+ de 20	7	33	4	22	8	6	0	40	0	40
Porcentaje	18%	83%	10%	55%	20%	15%	0%	100%	0%	100%
Porcentajes según fecha de emisión										
Antes de marzo 94	68	0	15	21	18	14	15	53	30	31
Porcentaje	100%	0%	22%	31%	26%	21%	22%	78%	44%	10%
después de marzo 94	0	75	11	39	17	8	18	57	28	14
Porcentaje	0%	100%	15%	52%	23%	11%	24%	76%	37%	19%

Tanto en el análisis de la muestra completa como en el de las submuestras, las cláusulas estudiadas fueron clasificadas en cinco grupos: restricciones a la política de inversión, restricciones a la política de endeudamiento, restricciones a la política de dividendos, cláusulas que modifican el patrón de pago de la deuda e imposición de actividades de auto monitoreo.

Los resultados generales están vertidos en las cuadros de las páginas siguientes. En ellos se registra la frecuencia, medida en términos porcentuales, con que se estipulan los diversos tipos de cláusulas en la muestra completa y en cada una de las once submuestras. El cuadro 2 presenta los resultados totales relativos a cada una de los cinco grupos de restricciones aludidos en el párrafo anterior. Los cuadros 3 al 7, por su parte, registran en detalle la frecuencia con que se estipulan cada una de las cláusulas pertenecientes a las categorías de restricciones mencionadas.

6. Análisis clínico

A. Resultados generales

Como puede apreciarse en el cuadro 2, se observa que en un 80% de los casos se restringe de alguna forma la política de inversión o de producción del emisor; que en un 80% de las emisiones se exige la realización de actividades de automonitoreo; que en un 83% de ellas se incluyen restricciones a la política de endeudamiento; que se estipulan cláusulas que permiten alterar el patrón de pago en un 91% de los contratos (en gran parte, sin embargo, estas cláusulas complementan alguna de las anteriores), y que en sólo un 3% de los casos se limita la política de dividendos.

En primer lugar, vale comparar estas cifras con las reportadas por Smith y Warner (1979) para emisiones de bonos en los Estados Unidos. A este respecto, debe notarse que la deuda adicional se restringe en Chile y en dicho mercado en una magnitud muy similar, que bordea el 90%. Otro tanto ocurre con las restricciones a la disposición de determinados activos (alrededor de 40% en ambos mercados).

Cuadro 2
Resultados totales por tipo de restricción

TIPO DE RESTRICCIÓN	MUESTRA TOTAL	SECTOR SERVICIO	SECTOR ELÉCTRICO	SECTOR INDUSTRIA	SECTOR R. NATURAL	PLAZO < 12 AÑOS	PLAZO 12 Y 20	PLAZO > 20 AÑOS	PERÍODO 1987-94	PERÍODO 1994-2000
Restricciones a política de inversión	115 (80%)	44 (73%)	18 (82%)	23 (88%)	30 (86%)	42 (72%)	37 (82%)	36 (90%)	48 (71%)	67 (89%)
Exigencia de actividades de automonitoreo	119 (80%)	37 (62%)	16 (73%)	26 (100%)	35 (62%)	47 (81%)	37 (82%)	30 (75%)	50 (74%)	64 (85%)
Restricciones a política de financiamiento	119 (83%)	38 (63%)	20 (91%)	26 (100%)	35 (100%)	48 (83%)	43 (96%)	28 (70%)	62 (91%)	57 (76%)
Cláusulas que alteran patrón de pago	130 (91%)	50 (83%)	21 (95%)	25 (96%)	34 (97%)	54 (93%)	45 (100%)	31 (78%)	67 (99%)	63 (84%)
Restricción política de dividendos	4 (3%)	1 (2%)	1 (5%)	2 (8%)	0 (0%)	2 (3%)	1 (2%)	1 (3%)	3 (4%)	1 (1%)

En lo que respecta a las fusiones, en nuestro mercado existen limitaciones reales sólo en un 4% de los casos, mientras que en EEUU se reporta un significativo 40%. Por último, en el mercado nacional son muy escasos los contratos con limitaciones a la política de dividendos, a diferencia de la realidad norteamericana, en donde según los autores citados tales restricciones se presentan en un 23% de los casos.

En segundo lugar, al observar los cuadros 3 al 7, puede inferirse, especialmente del análisis de cada uno de los componentes de las cinco categorías de restricciones, que la principal manifestación de los costos de agencia que se pretende soslayar en Chile, es la denominada dilución de derechos. En efecto, tienden principalmente a impedir dicha dilución las restricciones a la política de financiamiento, presente en un 83% de los contratos. Adicionalmente, la dilución de derechos se limita por una serie de mecanismos secundarios, tales como la restricción a la política de dividendos (presente en un 3% de los casos); la exigencia de contratación de seguros para los activos operacionales (71%); las prohibiciones de venta de activos (39%); determinadas regulaciones tendientes a mantener el patrimonio del emisor en caso de fusión, división, creación de filiales o transformación jurídica (49%), y la estipulación de ciertas causales de caducidad anticipada del plazo de vencimiento de los bonos, relativas a la pérdida de activos imprescindibles (13%), reducción de capital del emisor (3%), insolvencia (78%) y el uso de garantías, (19%).

Por su parte, las cláusulas destinadas a limitar la denominada sustitución de activos no son tan frecuentes en Chile. En efecto, la principal forma de impedir la referida sustitución, consistente en la indicación obligatoria de inversiones o uso obligado de los fondos, está presente en un escaso 8% de las emisiones estudiadas⁸. Eso sí, existen ciertos mecanismos indirectos, aunque también poco frecuentes: prohibición de inversiones riesgosas (15%); exigencia de mantención del giro (5%); prohibición de enajenar activos operacionales (39%) y filiales (10%); necesidad de autorización previa en caso de fusión, división, creación de filiales o transformación jurídica del emisor (2%); etcétera.

⁸Se consideran sólo aquellas emisiones donde el no cumplimiento del uso de los fondos indicado en el contrato implica algún tipo de castigo al emisor.

Cuadro 4
Exigencias de actividades de automonitoreo

Tipo de restricción	Muestra total	Sector servicio	Sector eléctrico	Sector industria	Sector R. Natur.	Plazo <12 años	Plazo 12 y 20	Plazo >20 años	Periodo 1987-94	Periodo 1994-00
Frecuencia total	119 (80%)	37 (62%)	16 (73%)	26 (100%)	35 (62%)	47 (81%)	37 (82%)	30 (75%)	50 (74%)	64 (85%)
Contratación forzada de seguros:										
- sobre activos operacionales propios	99 (69%)	31 (52%)	14 (64%)	25 (96%)	29 (83%)	43 (74%)	30 (67%)	26 (65%)	44 (65%)	55 (73%)
- sobre activos operacionales propios y filiales	28 (20%)	7 (12%)	3 (14%)	10 (38%)	8 (23%)	14 (24%)	8 (18%)	6 (15%)	12 (18%)	16 (21%)
- sobre activos operacionales específicos	6 (4%)	2 (3%)	1 (5%)	1 (4%)	2 (6%)	2 (3%)	4 (9%)	0 (0%)	5 (7%)	1 (1%)
Exige declaraciones de cumplimiento	62 (43%)	19 (54%)	9 (41%)	11 (42%)	19 (54%)	23 (40%)	16 (36%)	23 (58%)	4 (6%)	58 (77%)
Exige adecuación a GAAP	10 (7%)	0 (0%)	2 (9%)	2 (8%)	0 (0%)	6 (10%)	0 (0%)	4 (10%)	0 (0%)	10 (13%)

Cuadro 5
Restricciones a la política de financiamiento

TIPO DE RESTRICCIÓN	MUESTRA TOTAL	SECTOR SERVICIO	SECTOR ELÉCTRICO	SECTOR INDUSTRIAL	SECTOR R. NATUR.	PLAZO <12 AÑOS	PLAZO 12 Y 20	PLAZO >20 AÑOS	PERÍODO 1987-94	PERÍODO 1994-00
Frecuencia total	119 (83%)	38 (63%)	20 (91%)	26 (100%)	35 (100%)	48 (83%)	43 (96%)	28 (70%)	62 (91%)	57 (76%)
Restringe emisión de deuda a través de indicadores	113 (79%)	37 (62%)	16 (73%)	26 (100%)	34 (97%)	45 (78%)	41 (91%)	27 (88%)	58 (85%)	55 (73%)
Limita futuras emisiones de bonos	1 (1%)	0 (0%)	0 (0%)	0 (0%)	1 (3%)	1 (2%)	0 (0%)	0 (0%)	1 (1%)	0 (0%)
Exige mantener activos libres de gravámenes	25 (59%)	25 (42%)	13 (59%)	20 (77%)	27 (77%)	34 (59%)	32 (71%)	19 (48%)	47 (69%)	38 (51%)
Prohíbe futuro otorgamiento de garantías	30 (21%)	8 (13%)	4 (18%)	10 (38%)	8 (23%)	14 (24%)	8 (18%)	8 (20%)	15 (22%)	15 (20%)
Exige efectuar provisiones contables ante contingencias	95 (66%)	21 (35%)	20 (91%)	26 (100%)	28 (80%)	38 (60%)	35 (78%)	22 (55%)	49 (72%)	46 (71%)

Cuadro 7
Restricciones a la política de dividendos

TIPO DE RESTRICCIÓN	MUESTRA TOTAL	SECTOR SERVICIO	SECTOR ELÉCTRICO	SECTOR INDUSTRIA	SECTOR R. NATURAL	PLAZO <12 AÑOS	PLAZO 12 Y 20	PLAZO >20 AÑOS	PERÍODO 1987-94	PERÍODO 1994-00
Frecuencia total	4 (3%)	1 (2%)	1 (5%)	2 (8%)	0 (0%)	2 (3%)	1 (2%)	1 (3%)	3 (4%)	1 (1%)
Limita dividendos a porcentaje de la utilidad	2 (1%)	0 (0%)	0 (0%)	2 (8%)	0 (0%)	2 (3%)	0 (0%)	0 (0%)	2 (3%)	0 (0%)
Exige dividendos por el 100% de la utilidad de las filiales	3 (2%)	1 (2%)	1 (5%)	1 (4%)	0 (0%)	1 (2%)	1 (2%)	1 (3%)	2 (3%)	1 (1%)
Subordina dividendos a pago de bonos	1 (1%)	0 (0%)	0 (0%)	1 (4%)	0 (0%)	1 (2%)	0 (0%)	0 (0%)	1 (1%)	0 (0%)

En cuanto al riesgo de subinversión, puede afirmarse que en general no existen mecanismos directos para mitigarlo. Ello se debe, a la dificultad en la aplicación práctica de los imperativos que pudieren estipularse al respecto. Quizá la forma más utilizada al respecto es la estipulación del uso obligado de los fondos captados a través de la colocación de los bonos, presente en un 8% de los casos. Alternativamente, la subinversión es limitada por vía indirecta a través de cláusulas que permiten alterar el flujo de pagos de la deuda, especialmente aquellas que facultan al emisor para rescatar en forma anticipada los bonos (observada en 7 de cada 10 casos).

B. Restricciones a la política de inversión

En términos teóricos, la política de inversión de una empresa puede limitarse de diversas formas. Una de ellas, y muy drástica, consiste en la imposición lisa y llana de los proyectos que se deben desarrollar. Otra, menos eficaz por la dificultad en su monitoreo, es la mera obligación de adoptar todos los proyectos que tengan una tasa interna de retorno determinada o un valor presente neto dado⁹. Por último, una modalidad menos "interventora" y, por lo mismo, de más fácil control consiste en la prohibición de ejecutar cierto tipo de proyectos o, más genéricamente, la exigencia de mantener la empresa en una industria, línea de negocios o giro determinado¹⁰.

⁹Ello solucionaría, sin duda, el problema de la subinversión. Sin embargo, tal como lo destaca Myers (1979), una cláusula tal constituiría una promesa vacía por parte del emisor. En efecto, difícilmente se podría diseñar un contrato ejecutable al respecto, habida cuenta del principio de la responsabilidad limitada de los socios. Aun si fuera jurídicamente posible, sería muy costoso.

¹⁰De acuerdo con lo señalado por Smith y Warner (1979), debido a que las restricciones directas a la política de inversión pueden ser muy costosas de monitorear, es posible utilizar limitaciones a las políticas de dividendos y de financiamiento para restringir indirectamente las decisiones de inversión de la empresa emisora. Por ejemplo, un límite de endeudamiento puede dificultar el acceso al capital necesario para emprender proyectos tendientes a la sustitución de activos. Por su parte, Ross y Zimmerman (1986), señalan que las restricciones sobre dividendos y los requerimientos de ciertos niveles de capital de trabajo redundan en un nivel mínimo de inversiones que impide la subinversión. Para un análisis en detalle de las características de cada cláusula utilizada en el mercado chileno, ver Araya (1998).

En la práctica, en Chile estas cláusulas, que son muy comunes según se adelantó, toman diversas formas, difiriendo, además, unas de otras en cuanto a su habilidad para restringir realmente a los accionistas.

Las restricciones observadas pueden ser clasificadas en cuatro subgrupos: indicación de inversiones; límites a la disposición de bienes; exigencia de mantención de activos, y restricciones a la actividad de fusión, división, creación de filiales o transformación jurídica del emisor.

a. INDICACIÓN DE INVERSIONES

La indicación de inversiones toma la forma de inclusión, estableciendo la exigencia de utilizar los fondos para ciertos fines o inversiones, o por vía de exclusión, enumerándose inversiones prohibidas.

La restricción al uso de los fondos está presente en un 8% de los casos y con mayor presencia en el sector recursos naturales (17%), su poca frecuencia se explica porque su cumplimiento estricto representa para el emisor una exigencia eventualmente muy gravosa, que limita en forma drástica su ámbito decisional y que genera costos para los accionistas. Fundamentalmente, dichos costos se derivan de la restricción a la habilidad para sustituir activos, por un lado, y de las eventuales pérdidas de oportunidades más rentables de inversión, por el otro.

En el caso de las restricciones referidas a inversiones prohibidas, su frecuencia de uso es ligeramente mayor, ya sea en términos de inversiones riesgosas (22%) o de inversiones en personas relacionadas (10%). Estas cláusulas aparece con mayor frecuencia en el sector industrial (35%) y en las emisiones entre 12 y 20 años. Puede sostenerse que la poca frecuencia con que se estipulan este tipo de restricciones se explica por los altos costos de oportunidad que pueden significar para la empresa, en el caso que ésta se vea artificialmente impedida de efectuar inversiones rentables.

Por otra parte, la indicación genérica de inversiones se manifiesta de dos formas: la exigencia de mantenerse el emisor en el mismo giro o línea de negocios y la obligación de tomar proyectos con cierto nivel de rentabilidad. En el caso de la primera, su objetivo es impedir la sustitución de activos, susceptible de producirse si el emisor incursiona en una línea de

negocios o industria con un riesgo mayor que el de sus activos actuales, y se encuentra presente en un 5% de la muestra (sólo en los sectores industria y servicios), mientras que la segunda se presenta sólo un 1% de los casos, y en emisiones anteriores a 1994.

b. RESTRICCIONES A LA DISPOSICIÓN DE ACTIVOS

Dentro de las restricciones a la disposición de activos encontramos la prohibición a la enajenación de activos y el otorgamiento de garantías reales.

En el caso de la prohibición a la enajenación de activos, existen 2 tipos de bienes a los que se les hace aplicable la prohibición de enajenar: los activos operacionales y los derechos sobre sociedades filiales. En el caso de los primeros, un 39% de los contratos prohíbe la enajenación de los activos operacionales imprescindibles (que no necesariamente son activos físicos, ya que incluyen marcas, royalties, propiedad intelectual, etc.). Esta restricción es mucho más usada en el sector industria (58%) y en el segundo período de la muestra (51%). Por otra parte, en un 10% de los casos se exige que se mantenga la propiedad sobre las empresas filiales (en general, se complementa con la posibilidad de autorización por parte de la junta de bonos). Estas cláusulas se basan en el supuesto sinérgico de que el todo vale más que las partes, lo cual puede implicar un importante costo de oportunidad para la empresa.

En el caso de las garantías, éstas se encuentran presentes en un 17% de la muestra: las garantías reales (hipotecas o prendas sobre activos reales o financieros) se encuentran en un 11% de los casos, las garantías del estado (a empresas estatales, por ejemplo ferrocarriles) se encuentran en un 6%, y finalmente, en 2 contratos (1%) se establece una fianza de terceros. Las garantías son más comunes en el sector servicios (33%), lo cual en parte se debe a las emisiones de Ferrocarriles del Estado y en las emisiones de corto o muy largo plazo. Las garantías reales constituyen un eficaz límite a la sustitución de activos (de ahí su mayor presencia en el sector servicios), ya que impiden al emisor disponer libremente de los bienes hipotecados o prendados; también reducen el problema de la dilución de derechos y reducen

los costos de monitoreo (al incorporar garantías se hace menos necesario la incorporación de otras cláusulas restrictivas).

Adicionalmente, se ha afirmado que la posibilidad de financiar nuevos proyectos con deuda garantizada hace más ventajoso para los accionistas desarrollar proyectos con valor actual neto positivo¹¹. Por ello, el otorgamiento de garantías puede ser usado en ciertas circunstancias como un mecanismo de impedir la subinversión. La base de esta afirmación se deriva de que, atendido a que la deuda garantizada es más segura que la ordinaria, los acreedores prendarios o hipotecarios, según sea el caso, se beneficiarán en menor medida que los demás acreedores con las nuevas inversiones de la empresa, incrementándose de esa forma los incentivos para invertir.

c. RESTRICCIONES A LA MODIFICACIÓN DE LA NATURALEZA JURÍDICA DEL EMISOR

En un 51% de las emisiones de bonos analizadas existen normas relativas a la modificación o alteración de la naturaleza jurídica del emisor y a la división, fusión o creación de filiales. En la mayoría de los casos, se establece simplemente que la deuda no se alterará por la transformación jurídica del emisor; que, en caso de división y creación de filiales, éstas y las entidades divididas serán codeudoras solidarias; y que, en el evento de una fusión, asumirá la deuda la nueva sociedad, o la sociedad absorbente, en caso que la fusión se efectúe por absorción o incorporación. Además, se observó en un 2% de los casos, la exigencia de aprobación previa por parte de los bonistas para efectuar los cambios antedichos.

Como es de esperar, este tipo de cláusulas es significativamente más frecuente en las emisiones de mayor plazo. Por otra parte, la frecuencia de estipulación de este tipo de cláusulas se elevó a más del doble en el período 1994-2000, con respecto al primer periodo de emisiones. (Esto se explica porque el modelo de propecto que elabora la Superintendencia obliga a explicitar la política de la empresa en tales casos). Este tipo de cláusulas está

¹¹ Véase Stulz y Johnson (1985).

dirigida a evitar que el patrimonio del deudor se reduzca, es decir, evitar la dilución de derechos.

Asimismo, tienden a evitar la mencionada dilución aquellas cláusulas que facultan a los tenedores de bonos a declarar la aceleración del crédito, si existen deterioros de índices financieros debido a las alteraciones producidas.

Cabe indicar que, como podrá apreciarse, en general no se imponen mayores trabas a las fusiones, a pesar del riesgo de sustitución de activos que podría resultar de una fusión con una empresa de mayor riesgo¹², y de la dilución de derechos susceptible de producirse si las estructuras de financiamiento difieren entre las empresas involucradas. Lo anterior se debe a que una restricción más estricta podría abortar fusiones que maximicen el valor de la empresa y que sean convenientes tanto para el emisor como para los bonistas, tales como aquellas en que se encuentran involucrados elementos sinérgicos, o que significan aumentos de poder y participación de mercado, o disminución de riesgo en atención al coeficiente de correlación de los activos de las entidades fusionadas, etcétera.

d. MANTENCIÓN DE ACTIVOS

En relación a la mantención de activos, en un 43% de los contratos analizados se incluye la exigencia de un determinado capital de trabajo, requiriéndose la mantención de cierto índice de liquidez corriente, definido como la razón entre activo circulante y pasivo circulante. Esta cláusula es de uso frecuente en el sector industrial (73%).

Este tipo de cláusulas es incluida en los contratos de bonos porque su incumplimiento produce para los bonistas una señal no costosa y oportuna acerca de la situación financiera del emisor, pudiendo conducir a una renegociación de la deuda, lo que es preferible al incumplimiento en caso que la quiebra sea más costosa que la renegociación. (Smith y Warner,). Además,

¹²En esta materia, como se sabe, lo realmente significativo no es tanto el riesgo en sí de los activos de las empresas fusionadas, sino más bien el índice de correlación entre ambas. Nótese que, como apuntan Galai y Masulis (1976), un fusión puede producir transferencias de riqueza a favor de los bonistas y en detrimento de los accionistas, si el retorno de los activos de las empresas presenta una escasa correlación.

este tipo de *covenants* previene la distribución de los denominados dividendos liquidatorios, toda vez que impiden la descapitalización de la empresa (Watts y Zimmerman, 1978).

C. Restricciones a la política de dividendos

Las cláusulas que limitan la política de dividendos son de rara ocurrencia en Chile (sólo un 3% del total de la muestra), en algunos contratos se prohíbe repartir dividendos más allá del mínimo establecido en la ley¹³, o se limita hasta un 50% de las utilidades o se establece que podrán pagarse sólo una vez que se hayan servido los Bonos. También hay disposiciones en sentido inverso, en las cuales se obliga a las filiales a repartir dividendos.

Esta baja frecuencia en el caso chileno, comparada con el norteamericano (Smith y Warner, Kalay), puede ser explicada porque su inclusión, si bien evita la dilución de derechos, puede generar incentivos perversos de inversión, a través del problema de sobreinversión (Berkovitch y Kim, 1990). Además, indudablemente contribuye a explicar esta situación el hecho de que la propia legislación de sociedades anónimas establezca regulaciones a la política de dividendos.

D. Restricciones a la política de endeudamiento

Según se adelantó, en el 83% de las emisiones de bonos estudiadas existe algún tipo de restricción a la política de endeudamiento, tendiente fundamentalmente a impedir la dilución del derecho de crédito de los bonistas.

La emisión de deuda adicional no se prohíbe directamente en ningún caso. Asimismo, sólo en un 1% de los contratos se limitan las subsecuentes emisiones de bonos a un valor máximo.

Sin perjuicio de lo anterior, la limitación de la política de financiamiento se presenta indirectamente en un 79% de las emisiones a

¹³30% de las utilidades de cada ejercicio en el caso de las S.A. abiertas

través de la exigencia de mantener determinados indicadores financieros (razón de endeudamiento, cobertura de la deuda y la razón entre activos libres de gravámenes y pasivos exigibles no garantizados).

Es interesante destacar que las limitaciones indirectas a la política de financiamiento se estipulan en general con la misma frecuencia, independientemente del plazo de madurez de la deuda, salvo en el caso de las emisiones de muy largo plazo (mayor a 20 años), en las cuales la frecuencia desciende a 62%. En cuanto a los sectores económicos, esta restricción está presente en el ciento por ciento de los contratos cuyos emisores pertenecen a los sectores industria y en un 97% en el caso del sector recursos naturales.

En cuanto a la alta frecuencia con que se estipulan restricciones vía exigencia de mantener ciertos indicadores financieros, puede inferirse que ello se debe esencialmente a dos razones. En primer lugar, dichas restricciones tienen la virtud de representar una forma de impedir la dilución de derechos tan eficaz como la prohibición absoluta, pero más fina y con un menor costo de oportunidad¹⁴. Por otra parte, el establecimiento y monitoreo de estas restricciones permite a los tenedores de los bonos contar con una señal no costosa acerca de la situación financiera del emisor.

Además, estos *covenants* pueden tener también el objeto de limitar la *sustitución de activos*. En efecto, en caso que exista la denominada "deuda protegida" el aumento del riesgo de los activos perjudica tanto a los bonistas como a los accionistas, eliminando en éstos los incentivos para realizar la sustitución de activos¹⁵. La deuda protegida consiste en aquella que permite al acreedor solicitar la quiebra del emisor cuando los activos de la empresa valen menos que la deuda (Leland, 1994).

Por otra parte, en un 59% de los contratos de bonos analizados se incluye la obligación de mantener activos libres de gravámenes. En cuanto a las consecuencias del incumplimiento de esta exigencia, las emisiones se

¹⁴De hecho, la dilución de derechos por emisión de nueva deuda no se elimina del todo, pero sí en gran medida porque se exige "aparejar" la nueva deuda con nuevas capitalizaciones, a efectos de no deteriorar los índices.

¹⁵De acuerdo con Leland (1994), el incremento en el riesgo de los activos tiende a beneficiar a los accionistas cuando el patrimonio es una función estrictamente convexa del valor de los activos, lo que ocurre cuando la deuda es *no protegida*. Por el contrario, no existe incentivo a la sustitución de activos cuando la deuda es *protegida*, toda vez que en dicho caso, el patrimonio es función estrictamente cóncava del valor de los mismos.

dividen entre aquellas que facultan a los tenedores, en dicho caso, a cobrar anticipadamente sus créditos y aquellas que únicamente exigen, en el referido evento del incumplimiento, que se constituyan garantías en favor de los tenedores de los bonos. En lo relativo a los sectores económicos, esta restricción es significativamente más frecuente tratándose de emisores industriales y de recursos naturales, elevándose en dichos casos a un 77%.

Asimismo, con una frecuencia de 21% el tipo de limitaciones a que nos venimos refiriendo adopta una forma mucho más drástica, consistente en la prohibición de constituir en favor de otros acreedores prenda, hipoteca o cualquier gravamen, preferencia o privilegio, a menos que se constituyan simultáneamente garantías similares y proporcionales a los bonistas. En las cláusulas respectivas se suele indicar que dicha prohibición alcanza a todos los bienes que posea el emisor, y sus filiales en algunos casos, sean presentes o futuros. Sin embargo, se exceptúa de la prohibición los bienes que se adquiera en el futuro pero sólo en lo que respecta a garantías constituidas para caucionar el pago del saldo el precio de compraventa del bien de que se trate. En lo relativo a las submuestras debe señalarse que no se observan diferencias significativas, con excepción del hecho de que esta prohibición es más frecuente en los sectores industrial (38%) y de recursos naturales (26%).

Debe notarse aquí que cuando una empresa emite deuda garantizada no sólo está vendiendo una promesa de pago futuro sino que también el derecho de pagarse con preferencia de los demás acreedores. Este último es un derecho valioso, cuyo nacimiento y venta está en manos de los accionistas, pero que éstos no pueden ejercer directamente debido a su condición de dueños de activos residuales, ello implica que es óptimo para los accionistas vender este derecho y emitir deuda garantizada (Scott, 1977).

La constitución de garantías reales, analizada anteriormente, otorga al acreedor beneficiado los derechos de persecución y preferencia. Vale decir, la facultad de pagarse con el producto de la venta del bien de que se trate, sin importar en manos de quién se encuentre. Por ello se dice que, con respecto al deudor, el otorgamiento de cauciones reales constituye un principio de enajenación. Esto explica, además, el porqué para los

acreedores no beneficiados con la garantía, se ha producido una dilución de sus derechos.

Es de notar que existe un alto grado de sustituibilidad entre estas limitaciones, especialmente la prohibición de otorgar garantías a terceros, con el otorgamiento de garantías en la emisión. En efecto, de entre todas las emisiones en que se ha otorgado alguna garantía real a los bonistas, ninguna contempla la prohibición de otorgar subsecuentes garantías y sólo en un 30 % se estipula la obligación de mantener activos libres de gravámenes. La razón es simple: la dilución de derechos se encuentra ya naturalmente limitada por la existencia de las garantías.

Otro aspecto de interés es el hecho de que en ninguna de la emisiones vigentes exista una limitación aplicable a la compra de bienes vía *leasing*. Estas transacciones implican un financiamiento cuyo pago se encuentra de hecho garantizado por el mismo activo objeto del contrato. En efecto, puede afirmarse que el prestamista, a través del *leasing*, está incluso en mejor posición que un acreedor prendario, pues conserva en todo momento, hasta el completo servicio de la deuda, la propiedad del bien de que se trate, el que podrá recuperar fácilmente en caso de insolvencia del deudor.

Una explicación a lo menos parcial del fenómeno descrito radica en que retener la facultad de financiar nuevos proyectos con *leasing* o con deuda garantizada por los activos constitutivos de los nuevos proyectos, a través del sistema del *project financing* (como sucede de hecho en el 30% de las emisiones que no limitan el futuro otorgamiento de garantías), puede tener la virtud de mitigar el problema de la subinversión. En efecto, el *leasing* y las garantías otorgan a los nuevos acreedores derechos preferentes de pago sobre los nuevos activos en caso de quiebra, preferencias que a su turno reducen la tasa de interés de los nuevos financiamientos, induciendo a los accionistas a tomar proyectos con VAN positivo y que reducen el riesgo que de otra manera no habrían desarrollado. Sin embargo, lo anterior puede transformarse en un arma de doble filo: si bien mitiga el problema de la subinversión, el bajo costo del financiamiento puede crear incentivos para inversiones excesivas y adopción de proyectos con valor presente negativo, es decir, sobreinversión¹⁶.

¹⁶Berkovitch y Kim (1990) concluyen que en un ambiente de información asimétrica acerca de las bondades de los nuevos proyectos, es óptimo emitir deuda a través de *project financing*, otorgándole a los nuevos bonistas derechos preferentes sobre los

Finalmente, en un 66% de las emisiones estudiadas se establece la obligación del emisor de registrar en sus libros de contabilidad las provisiones que surjan de contingencia adversas, que a juicio de la administración o de los auditores externos del emisor deban ser referidas en sus estados financieros y en los de sus filiales. La utilidad de este tipo de imposiciones radica en su idoneidad, por un lado, para evitar riesgos de insolvencia del emisor y, por el otro, para entregar a los tenedores de bonos información precisa acerca de los probables flujos de caja del emisor.

E. Cláusulas de autocontrol

Las cláusulas que obligan al emisor y a sus administradores a realizar funciones de monitoreo son de una alta frecuencia en los contratos analizados¹⁷.

En un 43% de los casos, se exige informar a los bonistas, simultáneamente con la entrega de los estados financieros, acerca del cumplimiento de las restricciones estipuladas en el contrato, imponiéndose asimismo la carga de dar aviso escrito de toda infracción en cuanto se produzca o llegue a conocimiento del emisor. Estas declaraciones de cumplimiento sólo se exigen en los contratos del segundo periodo de emisiones (1994 en adelante).

En general, estas cláusulas son muy utilizadas ya que no presentan costos incrementales para el emisor: la mayoría son informes que hay que producir de todas maneras, de acuerdo a las exigencias de la Superintendencia o de la ley de Sociedades Anónimas. Además, estos *covenants* se utilizan porque reducen el costo del endeudamiento, en la medida que éste se relaciona positivamente con los costos de monitoreo, los

nuevos proyectos pero sin derecho sobre los activos existentes previamente. Los autores mencionados explican que ello es óptimo, porque el *project financing* separa completamente el nuevo proyecto de los activos preexistentes en la empresa, sin necesidad de desarrollar el proyecto en una empresa diferente. Cabe indicar que en Chile la única forma de desarrollar un *project financing* de tal naturaleza, es la constitución de una nueva sociedad con los mismos socios, con las mismas participaciones accionarias, pero jurídicamente independiente de la empresa original.

¹⁷Véase cuadro 3.

que a su vez se limitan por estos *covenants*. Las empresas tienen incentivos para proporcionar estados financieros auditados si el incremento en el valor de mercado de los bonos es mayor que el valor presente de los costos de la auditoría, neto de cualquier beneficio derivado del monitoreo. (Smith y Warner, y Jensen y Meckling.

En relación a la contratación de seguros, se trata de una exigencia presente en el 71% de las emisiones estudiadas. En la mayoría de los casos (69%), se exige la contratación de seguros para los activos operacionales, sin indicar qué activos específicamente, ni por qué valor, ni con qué cobertura de riesgos. En algunas ocasiones (20%), se incluyen en la exigencia a los activos operacionales de las filiales. Por su parte, sólo en un 4% de las emisiones, se especifican claramente los bienes a asegurar, su valor y la cobertura respectiva.

En lo que respecta a las submuestras, estas cláusulas son más frecuentes en los sectores industrias y recursos naturales, ello se debe a la mayor probabilidad de que las actividades de dichas empresas dependan casi exclusivamente de la operatividad de determinados activos físicos.

F. Cláusulas que modifican el patrón de pago

Las cláusulas que permiten, sea al emisor o al tenedor de los bonos, modificar el patrón de pago de los mismos, son en extremo comunes en los contratos analizados. De éstas se analizarán en lo que sigue, cuatro tipos: las que permiten al acreedor declarar la caducidad del plazo o aceleración de la deuda, las que facultan al emisor para rescatar los bonos anticipadamente, las que otorgan al tenedor la facultad de convertir los bonos en acciones del emisor y las que disponen la subordinación de los bonos.

Casi la totalidad de las emisiones (91%) faculta a los tenedores de bonos para acelerar el crédito, vale decir, declarar la caducidad del plazo y cobrar el crédito como si fuera de plazo vencido, ante la ocurrencia de determinados eventos o cuando el emisor incurre en incumplimientos de sus obligaciones.

Los eventos más comunes a los cuales se asocia el derecho a anticipar el cobro del crédito son los siguientes: mora o simple retardo del pago de una de las cuotas o cupones (91%) el hecho de que alguna declaración efectuada por el emisor en el contrato o en cualquiera de los instrumentos que se otorguen o suscriban con motivo de la emisión, fuere o resultare ser maliciosamente falsa o incompleta (88%); incumplimiento de las restricciones establecidas en el contrato (85%); insolvencia del emisor, o cuando formula proposiciones de convenio judicial preventivo a sus acreedores o si efectúa alguna declaración por medio de la cual reconozca su incapacidad para pagar sus obligaciones (78%); aceleración cruzada (68%)¹⁸; incumplimiento cruzado (78%)¹⁹.

Estas estipulaciones, tienen la virtud de otorgar un valor piso o mínimo a los bonos, limitando las eventuales ganancias de los accionistas derivadas de la violación de las demás restricciones estipuladas en el contrato de deuda (Black y Cox, 1976). Adicionalmente, este tipo de cláusulas puede tener el efecto de facultar a los bonistas a solicitar la declaración de quiebra del emisor, en el caso que éste caiga en insolvencia debido a la aceleración del crédito.

En un 47% de las emisiones analizadas el emisor se reserva la facultad de rescatar anticipadamente los bonos, atribución que sólo podrá ejercer después de un determinado plazo. Dicha facultad se estipula con mayor frecuencia en las emisiones correspondientes a los sectores recursos naturales (63%) e industria (65%), y en las emisiones de plazos entre 12 y 20 años (78%). Sin embargo, dicha frecuencia cae abruptamente a un 18% de los casos, tratándose de las emisiones de plazos superiores a 20 años.

El rescate se efectúa al valor equivalente al saldo insoluto del capital más los reajustes e intereses devengados hasta la fecha efectiva de

¹⁸La denominada aceleración cruzada se produce cuando cualquier otro acreedor del emisor cobra legítimamente a éste la totalidad de un crédito, en virtud de haber ejercido dicho acreedor el derecho de cobro anticipado por una causal contemplada en el respectivo contrato. En todo caso, normalmente se fija un límite mínimo bajo el cual los mencionados cobros no dan lugar a la referida aceleración cruzada.

¹⁹Se produce un incumplimiento cruzado cuando basta con que el emisor incurra en mora de pagar obligaciones de dinero por un monto superior a un porcentaje determinado de sus activos, para que se pueda cobrar anticipadamente el crédito.

pago. Raramente se estipula un premio por el rescate, y éste siempre es decreciente al aproximarse el vencimiento del bono. No existe límite en cuanto al monto del rescate, pudiendo ser éste total o parcial.

En relación al objetivo de esta cláusula, la respuesta más simple radica en que los emisores se reservan la facultad de rescatar los bonos anticipadamente, debido a la incertidumbre acerca de las futuras tasas de interés. De acuerdo con esta línea de análisis, puede concluirse que la rescatabilidad de los bonos es esencialmente un juego de suma-cero, en el cual las ganancias del accionista equivalen exactamente a las pérdidas de tenedor del bono, y que en un mercado de capitales eficiente los bonos rescatables y lo no rescatables coexistirían con un diferencial de precios que refleje el valor de la opción (*call*) implícita.

La convertibilidad de los bonos en acciones de la sociedad emisora se presenta en un escaso 1% de las emisiones, se trata de cláusulas que desincentivan a los accionistas a intentar transferencias de riqueza en su beneficio, ya que una vez producidas éstas se otorga más valor económico a la opción de los tenedores de bonos para convertirse en accionistas. Lo anterior queda prístinamente demostrado, si se considera que de producirse la denominada sustitución de activos, esto es, un aumento del riesgo de los activos del emisor, el valor de la opción *call* poseída por los bonistas aumenta a consecuencia del incremento en la varianza de su activo subyacente. A este respecto, Jensen y Meckling predicen que la existencia de bonos convertibles será precisamente más probable en los casos en que los incentivos asociados a la deuda (costos de agencia de la deuda) sean más altos, como por ejemplo, en una empresa con un apalancamiento excesivo.

Las mismas razones mencionadas para colegir que la convertibilidad de los bonos tiende a impedir la sustitución de activos, nos llevan a concluir asimismo que su uso podría exacerbar el problema de la subinversión. En efecto, existen mayores estímulos para no ejecutar proyectos con valor presente neto positivo, en caso que los remanentes de flujos de caja que resten después de servir las deudas deban ser

compartidos eventualmente entre un número mayor de accionistas, debido al ejercicio de la opción de convertibilidad²⁰.

7. Conclusiones

En este trabajo se ha analizado una muestra que engloba más del 60% del total de emisiones de Bonos de Empresas en Chile a diciembre de 2000. Dado que la totalidad de las emisiones analizadas en este trabajo incorpora algún tipo de restricción contractual y que su uso no decrece en el tiempo, es posible afirmar que en el caso chileno se verifica la hipótesis de la contratación costosa en el mercado de bonos, esto es, las cláusulas restrictivas tienen como objetivo la limitación de los problemas de agencia accionistas-bonistas.

Una pregunta interesante de responder es ¿qué problemas específicos se buscan mitigar?, el análisis realizado muestra que las cláusulas empleadas enfatizan principalmente el problema de la dilución de derechos, seguido por la sustitución de activos, mientras que, en cambio, el problema de los dividendos expropiatorios aparece como de menor importancia en el mercado chileno, dado el escaso porcentaje de contratos que se refieren a la política de dividendos.

Un aspecto interesante es la influencia que tiene la autoridad reguladora sobre las restricciones utilizadas, incluso sin necesidad de obligar al uso de ciertas cláusulas, simplemente por la vía del establecimiento de un formato tipo para el prospecto de emisiones de bonos.

Los resultados encontrados son consistentes con las frecuencias de uso esperadas a nivel de sectores económicos. En relación a la evolución en el tiempo, se aprecia que ciertas cláusulas caen en desuso, principalmente aquellas que imponen restricciones comparativamente más rígidas, siendo

²⁰ Cabe notar aquí que la existencia de dichos incentivos perversos podría, asimismo, contribuir a explicar lo que se ha denominado el "*convertible debt puzzle*" (Dan y Mikkelson (1980)), vale decir, el hecho de que se reporten significativos retornos anormales negativos en el precio de las acciones de empresas que anuncian la emisión de deuda convertible.

reemplazadas con cláusulas que, si bien cumplen los mismos objetivos, lo hacen a un costo menor en términos de la flexibilidad de la empresa.

En relación a las diferencias según el plazo de emisión, es interesante el hecho de que en las emisiones simultáneas de series de bonos con distintos plazos no se haga distinción alguna entre las cláusulas de las series de corto y largo plazo. En efecto, de todas las emisiones que tenían esta característica (todas en el período 1994-2000) sólo una establece diferencias entre las distintas series.

A partir de este estudio, se abre toda una línea de investigación, fundamentalmente asociada a la relación que existe entre el empleo de *covenants* y la respuesta del mercado de deuda en términos de las tasas del mercado de las distintas emisiones.

REFERENCIAS

- ARAYA, ALVARO, 1998 "Cláusulas restrictivas en los contratos de bonos: solución contractual a los problemas de agencia entre accionistas y tenedores de bonos", tesis para optar al grado de Magister en Finanzas, Universidad de Chile
- BARCLAY, M. y C.W. SMITH Jr. 1995. "The Maturity Structure of Corporate Debt". *The Journal of Finance*, 50, N°2, 609-631.
- BERKOVITCH, E. y E. HAN KIM, 1990. "Financial Contracting and Leverage Induced Over- and Under-Investment Incentives". *The Journal of Finance*, 65, N°3, 765-794.
- BERLIN, M. y J. LOEYS, 1988. "Bond Covenants and Delegated Monitoring". *The Journal of Finance*, 43, N°2, 397-412.
- BLACK, F., 1976 "The Dividend Puzzle". *Journal of Portfolio Management* 2, 5-8.
- BLACK, F. y M. SCHOLES, "The Pricing of Options and Corporate Liabilities". *Journal of Political Economy* 81, 1973, 637-654.
- BLACK, F. y J.C. COX, 1976, "Valuing Corporate Securities: Some Effects of Bond Indenture Provisions". *The Journal of Finance* 31, 351-367.

- BODIE, ZVI y R. A. TAGGART JR., 1978, "Future Investment Opportunities and the Value of the Call Provision on a Bond". *The Journal of Finance* 23, 1187-1200.
- BRENNAN, M. J. y E.S. SCHWARTZ, 1977. "Saving Bonds, Retractable Bonds and Callable Bonds". *Journal of Financial Economics*, August 1977, 67-87.
- DANN, L.Y. y W. H. MIKKELSON, 1984. "Convertible Debt Issuance, Capital Structure Change and Finance Related Information Some New Evidence". *Journal of Financial Economics*, June 1984, 157-186.
- FAMA, E.F., 1980. "Agency Problems and The Theory of the Firm". *Journal of Political Economy*, 68, N°2, 288-306.
- FAMA, E.F. y M. MILLER, 1972, "The Theory of Finance". Holt, Richard and Winston, New York.
- FAMA, E.F. y M.C. JENSEN, 1983. "Agency Problems and Residual Claims". *Journal of Law & Economics*, 26. 325-349.
- FONS, J.S., 1987. "The Default Premium and Corporate Bonds Experience". *Journal of Financial Economics*, March 1987, 81-97.
- GALAL, D. y R.W. Masulis, 1976, "The Option Pricing Model and The Risk Factor of the Stock. *Journal of Financial Economics* 3, 53-81.
- HO, T.S. y R.F. SINGER, 1982. "Bond Indenture Provisions and the Risk of Corporate Debt". *Journal of Financial Economics* 10, December 1982, 375-406.
- JENSEN, M.C. y W.H. MECKLING, 1976, "Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Capital Ownership". *Journal of Financial Economics* 3, 305-360.
- KIM, M. y V. MAKSIMOVIC, 1990. "Debt and Input Misallocation", *The Journal of Finance*, 65, N°3, 795-816.
- LELAND, H.E. 1994. "Corporate Debt Value, Bond Covenants, and Optimal Capital Structure". *The Journal of Finance*, 49, N°4, 1213-1251.
- MAKSIMOVIC, V. y J. ZECHNER, 1991. "Debt, Agency Costs, and Industry Equilibrium". *The Journal of Finance* 46, N° 5, 1619-1643.

- MALITZ, I., 1986 "On Financial Contracting: The Determinants of Bond Covenants", *Financial Management*, 15, N°2, 18-28
- MAUER, D.C y A.J. TRANTIS, 1994, "Interactions of Corporate Finance and Investments Decisions: A Dynamic Framework", *The Journal of Finance*, 49, 1253-1277
- MELLA-BARRAL, P. y W. PERRAUDIN, 1997. "Strategic Debt Service", 52, N°2, 531-556.
- MELLO, A. S. y J. E. PARSONS, 1992. "Measuring the Agency Cost of Debt". *The Journal of Finance*, 67, N°5, 1887-1904.
- MODIGLIANI, F. y M. MILLER, 1958. "The Cost of Capital, Corporation Finance and Theory of Investment". *American Economic Review* 48, 261-297.
- MOORODIAN, R.M., 1994. "The Effect of Bankruptcy Protection on Investment: Chapter 11 as a Screening Device". *The Journal of Finance*, 49, N°4, 1403-1430.
- MOYEN, N., 2000, "Investment Distortions caused by Debt Finance", Working Paper, University of Colorado
- MYERS, S.C., 1977. "Determinants of Corporate Borrowing". *Journal of Financial Economics* 5, 147-175.
- MERS, S.C. y N. MAJLUF, 1984. "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investor Do Not Have". *Journal of Financial Economics*, June 1984, 187-281.
- NOVOA, G., R. y G. NOVOA. "Derecho de Mercado de Capitales". 1995, Editorial Jurídica de Chile.
- PALOMAS, J. "Financiamiento de Empresas a Través de la Emisión de Instrumentos de Deuda". 1991, CMB-CHILE Editores.
- PARRINO, R. y M.S. WEISBACH, 1999, "Measuring Investments Distortions Arising from stockholder-bondholder conflict", *Journal of Financial Economics*, 53, 3-42
- ROGERS, R. y J. OOWERS, 1985. "Equity for Debt Exchange and Sharkholder Wealth". *Financial Management*, Autum 1985, 18.

- SANDOVAL, R. 1994, "Derecho Comercial", 4ª edición, Editorial Jurídica de Chile.
- SCOTT, J.H. Jr., 1977. "Bankruptcy, Secured Debt, and Optimal Capital Structure". *The Journal of Finance* 32, 1-19.
- SMITH, C.W. y J.B. WARNER, 1979a. "On Financial Contracting. An Analysis of Bond Covenants". *Journal of Financial Economics*, June 1979, p.117 - 161.
- 1979b. "Bankruptcy, Secured, Debt, and Optimal Capital Structure". *Journal of Finance* 34, 247-251.
- STULZ, R. y H. JOHNSON. 1985. "An Analysis of Secured Debt". *Journal of Financial Economics*, 14, December 1985, 501-521.
- SUPERINTENDENCIA DE AFP, Decreto Ley 3.500, sobre los Fondos de Pensiones.
- SUPERINTENDENCIA DE VALORES Y SEGUROS, Ley 18.045, sobre Mercado de Valores.
- Ley 18.046, sobre Sociedades Anónimas.
- Norma de carácter general N° 30.
- Norma de carácter general N° 25.
- Boletín Mensual.
- VÁSQUEZ, G. "Letra de cambio, leasing y otros documentos".
- WARNER, J.B., 1977. "Bankruptcy, Absolute Priority and the Pricing of Risky Debt Claims". *Journal of Financial Economics* 4, 239-276.
- 1979, "Bankruptcy Costs: Some Evidence". *Journal of Financial Economics* December 85, 501-521.
- WATTS, L. y J.L. ZIMMERMAN, 1978. "Compensation Plans, Debt Contracts, and Accounting Procedures". *Accounting Review*, January 1978, 112-134.
- ZINBARG, E., 1975, "The Private Placement Loan Agreement", *Financial Analysis Journal* 31, July/August 38-52.