

Finanzas corporativas: IN779

R. Fischer
CEA-DII
U. de Chile

Primavera 2005

Gobierno corporativo

Reglas sobre asignación de control en una empresa.

Derechos económicos: sobre flujos de beneficios.

Derechos políticos: derecho a controlar una empresa.

Derechos políticos son nominales, en forma 1-1.

No así los derechos efectivos.

El valor de control

¿Porqué se paga más por las acciones controladoras?

Prima de control: Diferencia entre precio pagado por el comprador y precio día siguiente OPA.

Todas las acciones son iguales, pero algunas son ***más iguales que otras***

Las acciones que dan control definen política de la firma.

Separación entre derecho a flujos y poder político.

Valor de control

Diferencia entre valor de acciones de controlador y las otras.

Representan VAN de los beneficios privados.

Ejemplo

Banco de Chile–Edwards: Ahorro de US\$50MM anuales no se refleja en aumento en valor, sino en caída.

Valor de control: USA: 4 %, Dinamarca: 0 %, Italia: 80 %, México: 70 %.

Beneficios del control

1. Información útil para empresas relacionadas.
2. Internalización de externalidades mediante empresas (propias).
3. Precios de transferencia de bienes y activos.

Ejemplo

El caso de CTC-Telefónica Móvil.

Evidencia de valor de control.

USA: 4 % para acciones en bolsa, mucho más para empresas cerradas.

Chile: Caso Chispas (850–1), Endesa (\$260 vs \$160), Banco de Chile: (60-30), Caso Terra (50 %).

Caso **insider information**: controladores Banco de Chile.

¿Ayuda la ley de Opas?

Evidencia (27 países): Diferencias con EE.UU.

1. Existe un controlador y no hay más accionistas grandes.
2. A mayor (menor) protección a minoritarios, mayor dispersión accionaria (mayor control familiar).
3. Pirámides de control son comunes.
4. Poca separación entre propiedad y administración en empresas con control familiar.
5. Poca profundidad de las bolsas.

Países con control gerencial (propiedad dispersa)

- ▶ Premios y selección de directores: principios de Calpers, mejores prácticas de Cadbury.
- ▶ Activismo de los inversionistas.
- ▶ Mercado de control empresarial (proxy fights).
- ▶ El rol de los acreedores.

Mecanismos para asegurar control – no anglsajones

1. Distintas series accionarias.
2. Estructuras de cascada o piramidales.
3. Reglas pro-directorio.

Ejemplo: $A_0 \leftarrow A_1 \leftarrow \dots A_{N-1} \leftarrow A_N$.

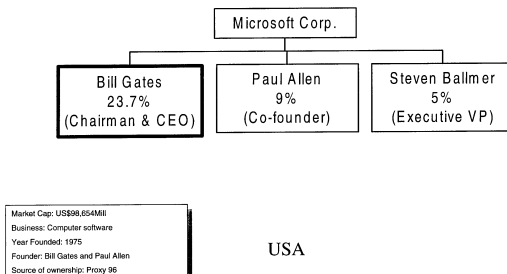
Con 51 % en cada etapa: $N = 3 \Rightarrow 6.7\%$ de las acciones asegura control.

Ejemplos Internacionales: Microsoft

TOP # 4

Bill Gates

Figure 1: Microsoft Corporation

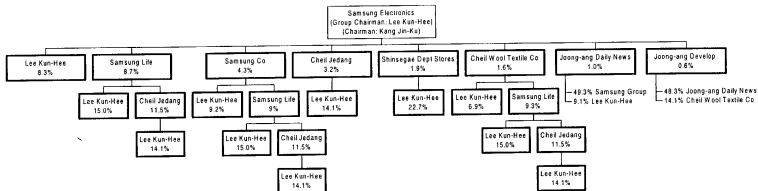


Samsung

TOP # 2

At 20%: Widely Held
At 10%: Lee Kun-Hee

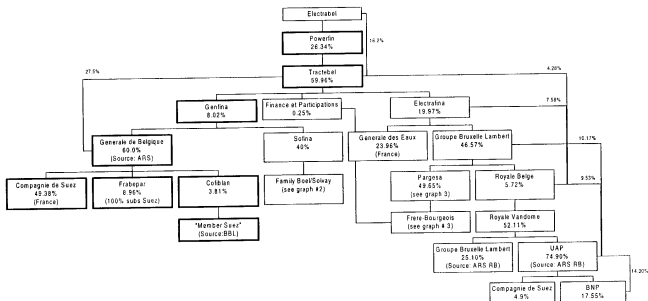
Figure 5: Samsung Electronics



Market Cap: US\$12,164 Mill

Business: Semiconductors/Home

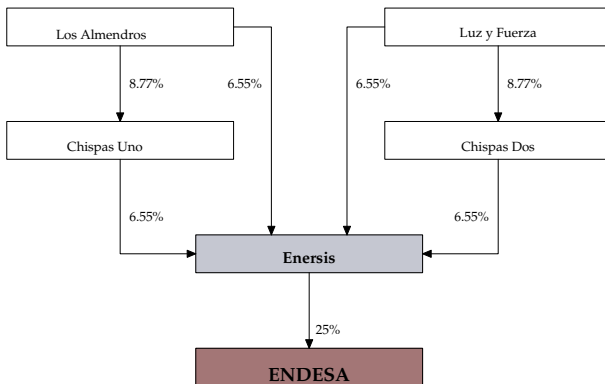
Figure 10: Electrabel SA



Founder:

BELGIUM

Estructura de control de ENDESA (1993)



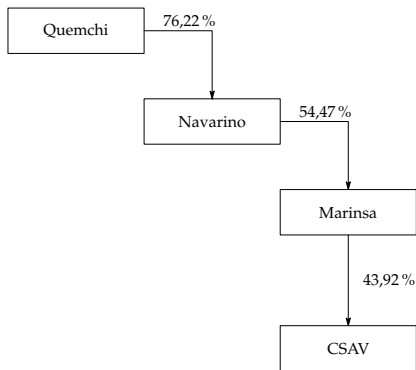
Cada una de las compañías de inversión tenía 2 series de acciones: A (411MM) y B (250K).

Serie A elige a cinco directores, B a cuatro.

Propiedad restante estaba dispersa en fondos institucionales y ADR.

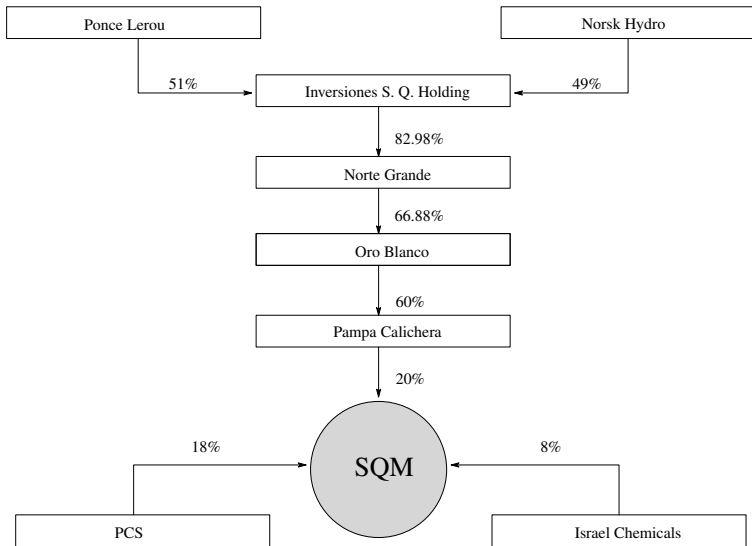
Menos de un 1 % controlaba las compañías.

Estructura de control Sudamericana de Vapores¹



¹La Tercera, 6/11/2003.

Estructura de control de Soquimich, 14/11/2001.



En Soquimich, serie B (45 % de la propiedad) elige un de ocho directores.

Calichera controla 3 directores incluyendo al presidente.

No se puede poseer más de 32 % de Soquimich, Calichera tiene 40 % serie A.

Ponce Lerou controla Soquimich con 2-3 % de la propiedad.

¿Que efectos tiene sobre el comportamiento?

Bebchuk: riesgo moral mucho mayor que en los casos de propiedad dispersa.

2 proyectos (controlador posee α de la propiedad):

$$V_x = S_x + B_x < S_y + B_y = V_y, \quad B_x > B_y$$

Se lleva a cabo el proyecto X si:

$$\alpha(V_x - B_x) + B_x < \alpha(V_y - B_y) + B_y$$

Se elige x si

$$V_y - V_x < \left(\frac{1 - \alpha}{\alpha} \right) (B_x - B_y)$$

Lado derecho cae con α :

Proposición

Mientras más divergen derechos económicos y políticos, más probable son malas decisiones.

Rol de la deuda para controlar al controlador

En 537 compras hostiles fallidas, empresas que debieron asumir más deuda que la mediana:

Realizan menos inversión, venden activos, despiden personal, mejoran flujos de caja y se focalizan (5 años).

Aquellas que no debieron asumir mucha deuda son menos rentables.

Harvey y otros estudian empresas con severos problemas de agencia: LDC's, Asia.

Cuando tomaban deuda en los mercados sindicados, les iba mejor.

Defensa del valor de control

¿Porqué no eliminar el valor de control:

- ▶ ¿Pago por hacer las cosas bien?
- ▶ ¿Expropiación?

Tipo de financiamiento y protección legal

Alto nivel de protección a minoritarios: financiamiento accionario.

Bajo nivel a minoritarios: Financiamiento bonos (Japón, Alemania).

No es porque conozcan más a la empresa.

Muy bajos niveles de repago: bancarios, o sin acceso.

Valor de control menor si:

- ▶ Derechos anti-directores.
- ▶ Sistema legal anglosajón.
- ▶ Religión no católica.

Sistemas legales

“Debido a que los países con derecho civil limitan el poder de los jueces, solo es posible revertir y castigar aquellos intentos de aprovecharse de los inversionistas que están codificados. Esto significa que los gerentes o accionistas controladores que desean aprovecharse de los inversionistas pueden utilizar el código legal como un mapa caminero de los límites de lo que es posible expropiarles en un país con derecho civil. Por el contrario, en países con derecho común, un juez puede invocar argumentos de equidad (fairness) incluso cuando los actos que expropián a los inversionistas no están específicamente prohibidos en la ley.”

Cómo reducir el valor de control

Responsabilidad fiduciaria de directores ante todos los accionistas.

Separación de funciones: independencia de la gerencia.

Independencia: no se puede tener relaciones comerciales.

Comités especializados independientes: auditoría, compensaciones, reglas.

Por qué acepta el controlador

La gran tentación: recursos de inversionistas institucionales.

No pueden invertir si no se cumplen estas reglas: Calpers, Cadbury.

Ejemplos : Caso Colbún, BCI.

Ley de OPAs.

Conclusiones generales

Se deben analizar estratégicamente las consecuencias de la estructura de financiamiento de las empresas.

La deuda tiene un rol supervisor sobre la empresa.

Los derechos de control influyen en el financiamiento y la eficiencia de las firmas.

Distintos sistemas de bancarrota alteran la eficiencia y el comportamiento de las firmas.

Finanzas del comportamiento

Muchos fenómenos en los mercados de activos no tienen explicación racional \Rightarrow mercados no eficientes.

Argumento de quienes creen en mercados eficientes (HME): arbitraje.

Si inversionistas irracionales creen que Endesa debe valer más que su valor correcto, y hacen subir sus acciones, arbitradorees pueden ganar mucho vendiendo corto las acciones de Endesa.

El problema del arbitraje

Existe el riesgo de fundamentales: un shock positivo puede hacer que el valor de la acción suba.

Si hay muchos inversionistas irracionales, se requieren muchos recursos para arbitrar completamente el sobreprecio.

La capacidad de arbitraje puede estar racionada debido a restricciones de crédito.

En tal caso, el sobreprecio se mantiene, y los accionistas irracionales pueden tener razón, lo que aumenta el riesgo para los arbitradores.

Ejemplos

Royal Dutch y Shell Transport son dos compañías con derechos de 60:40 a los dividendos de Royal Dutch Shell. Sin embargo, el precio de sus acciones no se mantiene en la relación 60:40.

En marzo 2000, 3Com vendió el 5 % de Palm, manteniendo el resto. Cada accionista de 3Com tenía derecho a 1.5 acciones de Palm. El precio de Palm fue de US\$95, pero el de 3Com era de US\$81.

La acción de 3Com valía US\$-61

Log. desviaciones de paridad RoyalDutch-Shell

