



IN79Y FINANZAS CORPORATIVAS

EXAMEN PRIMAVERA 2007

1. Durante mucho tiempo se ha insistido en las ventajas de preservar el *Absolute priority rule* (APR) en casos de quiebra. Según Araujo y Funchal, sin embargo, existen argumentos para pensar que podría ser aceptable desviarse de esta regla, ya que presenta inconvenientes. Explique en que consiste el APR, cuáles son sus supuestas ventajas, y los problemas que causa, según los autores. Por último, ¿conoce algún país en que la Ley de Quiebras viole el APR y sin embargo funciona (relativamente) bien?

Respuesta. APR significa que se respetan las preferencias de la deuda en caso de problemas para pagar los créditos, y que no se paga a las deudas de menor prioridad sin haber pagado antes a las demás. De acuerdo a Araujo y Funchal, la teoría señala que las violaciones de APR elevan el costo del capital, permitiendo que se financien todos los proyectos socialmente rentables. Todo esto si no existe el problema de riesgo moral. Con riesgo moral, hay una subinversión en esfuerzo cuando se producen violaciones de APR. Sin embargo APR tiene inconvenientes: una tendencia a jugarse una compañía en problemas (ya que así hay una chance de salvar algo) y una tentación a retrasar la quiebra, aunque ambas estrategias tengan una rentabilidad social negativa. EE.UU. tiene el capítulo 11, que al requerir la aprobación de los planes de reorganización de todas las clases de acreedores (incluso accionistas), tiene el resultado que los accionistas siempre sacan algo, es decir se viola APR, pero funciona bastante bien.

2. De acuerdo a la charla de Leonidas Montes, el mercado accionario chileno sufre el problema de la insuficiente circulación de acciones, pero además de pocas emisiones accionarias. ¿A que puede atribuir usted esas dos características de la bolsa chilena?

Respuesta. Una posible respuesta es que las acciones son propiedad de accionistas controladores que no las venden para no perder el control, y de inversionistas institucionales de largo plazo como AFP's y compañías de seguros, lo que explica la baja rotación. Es posible que hayan pocas emisiones de acciones porque en estos momentos es muy barato conseguir financiamiento para las grandes empresas, por ejemplo mediante bonos. La emisión de acciones es cara en comparación pues su costo son la fracción de las utilidades que se llevan los accionistas y si las utilidades esperadas son altas, los controladores prefieren usar otras formas de reunir recursos (otra forma son utilidades retenidas).

3. Conteste las siguientes preguntas en forma concisa:

- a) En el marco de la Ley de Quiebras chilena, ¿Qué es un convenio extrajudicial y en qué se diferencia de un convenio judicial?

Respuesta. Un acuerdo extrajudicial es un acuerdo por el cual los acreedores (generalmente los más importantes) de una empresa en problemas acuerdan reducir parte de sus acreencias

o traspasarlas a deuda subordinada, de manera de reducir la carga de la deuda sobre la empresa y hacerla viable. Dado que no interviene el juez, y por lo tanto no es oficial, no obliga a todos los acreedores, sino solo a los que participan voluntariamente del acuerdo, a diferencia de un acuerdo judicial, que obliga a todos los acreedores a reducir su deuda.

- b) Explique qué es la deuda subordinada y en que casos un acreedor estaría dispuesto a aceptar ese tipo de deuda.

Respuesta. Un acreedor podría estar interesado en deuda subordinada cuando sabe que la alternativa es una quiebra que podría llevar a peores resultados. Normalmente el acreedor convierte parte de su deuda en subordinada, es decir no exigible, y que se paga después de haber cumplido los demás compromisos financieros de la empresa. Esto permite que la empresa consiga recursos frescos, pues su pago no compite con la deuda subordinada.

- c) Se ha observado que los controladores tradicionales de empresas son adversos a tener deuda (en el sentido de estar mucho menos apalancados de lo que podrían estar). ¿Cuál es la explicación de las Finanzas Corporativas para ese fenómeno?

Respuesta. Los controladores prefieren no tener deuda, pues esto hace que sus empresas sean más resistentes al ciclo económico, y por lo tanto no sea necesario compartir el control de la empresa con los acreedores si la empresa tiene problemas. Una empresa sin deudas es menos propensa que una empresa apalancada a tener estos problemas.

- d) ¿Por que cree usted que las recomendaciones de políticas de buen comportamiento corporativo de EE.UU. no son apropiadas para Chile? De razones para la diferencia.

Respuesta. La recomendaciones de buenas prácticas de EE.UU. no son apropiadas para Chile por varios motivos. El principal es que la propiedad de las empresas en EE.UU. está diluida, por lo que el problema es como proteger a los accionistas del controlador, normalmente el ejecutivo principal de la empresa. Esto lo diferencia de nuestros países con su mayor concentración en manos de un controlador, en cuyo caso se trata de proteger a los accionistas minoritarios. Otros problemas son el pequeño mercado de ejecutivos y personas de donde pueden provenir los directores.

- e) Se dice que a medida que la empresa está más endeudada, la deuda adquiere características que la hacen más parecidas a las acciones. ¿Cómo explica este fenómeno?

Respuesta. A medida que la empresa está más endeudada, es más posible que el acreedor no recibe todo lo que debería recibir, sino que una cantidad menor que depende de como le va a la empresa. Esto se parece a la propiedad accionaria. Además, los créditos a empresas más endeudadas tienen tasas más altas, por lo que la variación en los retornos a un préstamo es mucho mayor que en empresas menos apalancadas. Por último, a menudo cuando la empresa está en problemas, se convierte parte de la deuda en propiedad.

4. Suponga un empresario que posee dos proyectos idénticos. Cada proyecto supone una inversión I y tiene un retorno R con probabilidad p y 0 con probabilidad $1 - p$, donde $p = p_H$ en el caso de que el empresario se esfuerce (sin beneficio privado) y $p = p_L$ en el caso que el empresario no se esfuerce (beneficio privado B). El empresario tiene riqueza $2A$, es neutral al riesgo y está protegido por responsabilidad limitada. Asuma que, condicional a recibir financiamiento, el empresario recibe R_2 en el caso que ambos proyectos tengan éxito y 0 en caso contrario.

- a) *Proyectos independientes:* Suponga que los proyectos no están correlacionados. Muestre que el empresario conseguirá financiamiento ssi

$$p_H \left[R - \left(\frac{p_H}{p_H + p_L} \right) \frac{B}{\Delta p} \right] \geq I - A$$

- b) *Proyectos perfectamente correlacionados*: Suponga que ambos proyectos están perfectamente correlacionados (los *shocks* que afectan a uno son exactamente los mismos que afectan al otro). Muestre que la condición de financiamiento es

$$p_H[R - \frac{B}{\Delta p}] \geq I - A$$

- c) *Proyectos imperfectamente correlacionados*: Suponga que con probabilidad x los proyectos estarán perfectamente correlacionados y con probabilidad $1 - x$ los proyectos serán independientes ($x = 0$ en (a) y $x = 1$ en (b)). Exprese la condición de financiamiento. ¿Qué valor de x elegirá el empresario si tuviera la capacidad de elegir el nivel de correlación entre ambos proyectos...

- 1) ...antes de que los proyectos sean financiados?
- 2) ...después de que los proyectos sean financiados?