

ENSAYO

TEORÍA FINANCIERA, CONTRATOS Y POLÍTICAS ECONÓMICAS

Francisco Pérez Mackenna *

Alfredo Moreno Charme **

En el último tiempo la crisis de endeudamiento que ha enfrentado el país ha despertado gran interés por la teoría financiera. En ella se distinguen dos materias de estudio, la primera relacionada con el "lado" real de las empresas y la segunda con el "lado" contractual. En esta segunda faceta de las finanzas se analizan las formas en que las personas definen sus responsabilidades y deberes respecto de los frutos que producen los activos de las empresas. De acuerdo a ello la deuda no representa más que un derecho prioritario a los flujos que se generen, teniendo los accionistas un derecho residual sumado a la prerrogativa de administrar la empresa, siendo ambas partes dueñas en forma diferente. Cuando la empresa entra en problemas de insolvencia, el sano equilibrio de la relación entre las partes se quiebra, pudiendo producir la pugna por los activos de la empresa altos costos para la sociedad. De existir una crisis de solvencia generalizada, el Estado tiene un importante rol que cumplir para lograr que los contratos se reestructuren en forma coordinada y con el menor trastorno posible para la economía del país.

* Ingeniero Comercial, Pontificia Universidad Católica de Chile; M.B.A., Gradúate School of Business, University of Chicago, U.S.A.; Profesor de la Escuela de Administración de la Pontificia Universidad Católica de Chile.

** Ingeniero Civil Industrial, Pontificia Universidad Católica de Chile; M.B.A., Gradúate School of Business, University of Chicago, U.S.A.; Profesor de la Escuela de Administración de la Pontificia Universidad Católica de Chile.

I

Introducción

La crisis económica que ha afectado al mundo en el último tiempo, paulatinamente se ha ido reflejando en una difícil coyuntura financiera que ha amenazado la estabilidad de importantes bancos y empresas internacionales. En Chile, la situación ha sido aún peor y actualmente más de un 50% de la banca privada se encuentra intervenida por el Estado, el número de quiebras de empresas ha alcanzado niveles record y las compañías que aún subsisten se han enfrentado a la imperiosa necesidad de reprogramar los plazos y costos de sus pasivos.

En el ámbito académico, esta realidad ha hecho despertar gran interés por la teoría de finanzas, derivación de la ciencia económica que se preocupa específicamente del mercado de capitales. Dentro de dicha teoría pueden distinguirse dos campos fundamentales de estudio, los que pueden clasificarse en función de si la materia analizada se relaciona con los activos (sector real) de las empresas o con los pasivos de éstos (sector financiero).

El campo de los activos está representado principalmente por la evaluación de proyectos, la cual pretende descubrir y determinar la mejor manera para aprovechar las oportunidades que la naturaleza y el medio ambiente ofrecen. El estudio de los pasivos se preocupa de cómo se financian dichas operaciones o, en otras palabras, de la manera en que se aportan los fondos que permiten las inversiones y que definen quién será "dueño" de cada parte del proyecto a realizar.

El presente trabajo pretende entregar una visión general de esta segunda área, debido a la importancia que ha adquirido en el último tiempo en nuestro país y a que, desde que se inició el ciclo recesivo, la operación del mercado de capitales ha estado en tela de juicio y los argumentos vertidos en el debate no siempre han reflejado una percepción adecuada del problema financiero.

II

Pasivos como Formas de Contrato

El punto de partida de la teoría de finanzas es el hecho de que los activos son riesgosos y que, por lo tanto, el resultado final de toda inversión es incierto. Más aún, se postula que dicho riesgo puede ser minimizado —manteniendo una rentabilidad adecuada— mediante una política de diversificación de los sectores económicos en que se realizan dichas inversiones, de manera que los malos años para unos se compensan porque ellos resultan buenos para otros. La investigación ha mostrado que el riesgo de cualquier activo puede ser separado en dos partes: una que depende de los cambios que ex-

perimenta su valor frente a oscilaciones del nivel general de la economía y la otra que no tiene relación con la situación general. Esta última, a diferencia de la primera, puede ser diversificada.

Dentro de este contexto, los pasivos de las empresas, que representan los derechos que los "dueños" de los activos tienen sobre estas últimas, permiten diversificar a nivel personal sin tener que necesariamente hacerlo a través de la adquisición de activos productivos. Lo anterior resulta beneficioso por cuanto es una manera de disminuir el riesgo de las carteras de inversión de los agentes económicos, sin perder los beneficios producto de la especialización a nivel de actividades empresariales.

Es importante definir lo que se entiende por el término "dueño"¹. En este sentido, debe separarse el concepto legal de propiedad del concepto financiero. Tradicionalmente se ha definido el derecho de propiedad sobre una empresa refiriéndose sólo al capital propio. Sin embargo, desde el punto de vista financiero, este concepto debe ampliarse incorporando dentro del grupo de propietarios a todo el conjunto de dueños de los distintos pasivos de la empresa. La diferencia entre unos pasivos y otros nace de la necesidad que tienen los inversionistas financieros de estructurar derechos de distintas características en cuanto al grado de riesgo a que se ven afectados.

En esta línea la deuda goza de un beneficio respecto del capital propio, en el sentido de que recibe pagos prioritarios, quedando el remanente, si es que lo hay, disponible para ser distribuido a los "dueños del patrimonio accionario". En el fondo, los pasivos de una empresa representan los derechos de distintos socios en un negocio, cada uno de los cuales tiene diferentes prerrogativas sobre el flujo que produzcan los activos. El privilegio de que gozan los dueños de la deuda los hace partícipes (interesados) de los beneficios de la empresa de una manera distinta, y a veces contrapuesta, a aquella en que los dueños del capital se benefician del negocio. Es por ello que resulta fundamental definir a quién le corresponde el derecho a controlar las decisiones que impliquen alterar ya sea las inversiones de la empresa (su lado real) o bien sus distintas políticas de financiamiento (dividendos, nivel de endeudamiento, etc.). En la práctica, quien tiene los derechos residuales sobre los flujos es el que define las normas de administración de las empresas. Si se consideran los incentivos de las partes involucradas en esta "sociedad", la racionalidad de este ordenamiento es evidente: cada uno de los socios puede aumentar su riqueza personal a través de maximizar los flujos de los activos o quitándole parte de lo que le corresponde a su contrapar-

1. Para un tratamiento formal de este punto ver Jensen M. y Meckling W. *Theory of the Firm, Managerial Behavior and Ownership Structure*. Referencia N° 13.
2. Ver Fama E. y Jensen M. *Agency Problems and Residual Claims*. Referencia N° 9.

te. El hecho de dar el control a quien tiene el flujo residual, no es más que aplicación del viejo adagio de que "uno parte y el otro elige".

Mientras los contratos se cumplen y los flujos de los activos son suficientes para pagarles a cada uno de estos socios lo que le corresponde, la sociedad camina sin problemas. Sin embargo, cuando ello no sucede así, los acreedores tienen el derecho de pedir la quiebra de la empresa, es decir, la disolución de la sociedad y la entrega a cada cual de la parte que le corresponde. Ante esta eventualidad, los derechos de los titulares de la deuda siguen siendo prioritarios, ya que recibirán todo lo que exista en la empresa hasta el monto que les es adeudado, quedando para el capital el remanente.

III

Problemas en las Relaciones Financieras

Como en toda organización humana, los distintos intereses a que se ven enfrentados accionistas y acreedores son una fuente de conflictos. Los incentivos, tanto en la selección de proyectos como en las políticas de financiamiento, son distintos para cada uno de estos grupos. En el extremo, quienes son aportantes de los fondos en forma de deuda preferirán que la empresa acepte proyectos del más bajo riesgo posible. Por su parte, el accionista estará preocupado de los flujos residuales, ya que ellos constituyen la remuneración al aporte de capital que ha hecho. Por lo tanto, estos últimos buscarán proyectos más riesgosos que aquellos que le interesen a la deuda: en el caso de que la inversión sea efectivamente un éxito, los dueños del capital recibirán los beneficios de una decisión acertada y los acreedores su pago pactado. Sin embargo, desgraciadamente un porcentaje no despreciable de proyectos de inversión no conducen a un final feliz y, en ese caso, pierden ambos. De esta manera, no importa cuan exitoso sea el proyecto de inversión, los acreedores sólo recibirán, en el mejor de los casos, un pago correspondiente a la promesa inicial y, si el proyecto fracasa, todo lo que los acreedores tendrán para repartirse entre sí es el valor de los activos que hayan quedado después de descontar las pérdidas producto de la mala inversión. De esta forma, la distribución de los flujos de caja que recibe la deuda está acotada por la promesa estructurada en el contrato de crédito. Este contrato establece el máximo retorno que pueden recibir los acreedores; los accionistas, en cambio, no tienen el flujo de retorno que pueden recibir acotado por ningún contrato preestablecido, por lo que mientras más alto sea éste, mayor es el pago por sus aportes.

Esta diferencia en los contratos de cada parte genera pugnas dentro de una economía en donde los agentes económicos asignan recursos para obtener beneficios futuros. Una fuente importante de conflicto y de costos en la generación de contratos que armonicen los intereses de ambos grupos, radica en la existencia de lo que no-

sotros denominamos problemas y costos de información. Como ya el lector podrá deducir, resulta vital para el buen entendimiento entre acreedores y accionistas ponerse de acuerdo en qué tipo de actividades la empresa va a introducirse. Obviamente, los acreedores no estarán dispuestos a financiar actividades extremadamente riesgosas sin exigir a cambio una adecuada compensación. Como el retorno de los acreedores debe ser prefijado por contrato, es extremadamente importante que, una vez que éste ha sido estipulado, tanto los accionistas como la administración de la empresa se mantengan dentro de la actividad acordada. No es raro enfrentarse a situaciones en que luego de financiada una actividad, los fondos obtenidos son destinados, ya sea directa o indirectamente, a actividades más riesgosas. Por tanto, es fundamental que todas las partes involucradas en el negocio —los que hemos denominado socios y que incluyen también a los acreedores— puedan efectuar un seguimiento de las actividades que la empresa desarrolla luego de conseguidos los fondos necesarios para el financiamiento de los proyectos. Indudablemente que mientras más difícil sea la realización de este seguimiento, mayores serán los costos que los acreedores impondrán a los dueños del capital para financiar la fiscalización del cumplimiento de los contratos. Luego, mientras más caro sea el proceso a través del cual la información fluye de acreedores a accionistas y viceversa, mayor será el premio que los acreedores exigirán por sobre la tasa de interés normal para ese riesgo o proyecto, para compensar dicho costo.

La tasa de interés no es el único mecanismo que poseen los acreedores para hacer valer sus derechos en la empresa a la cual han prestado fondos. Los contratos de crédito involucran numerosas cláusulas, siendo una de ellas la tasa de interés pero no la única³. Los acreedores, previendo posibles situaciones futuras que se traduzcan en una expropiación de sus derechos, imponen restricciones a la administración de la empresa. Este tipo de restricciones normalmente incluyen cláusulas de aceleración del cobro de la deuda en el caso de que la administración vulnere algunos principios preestablecidos. En el extremo, un incumplimiento del contrato de crédito puede, a través de las cláusulas de aceleración, traducirse en el traspaso de la empresa de manos de su antigua administración a una nueva administración nombrada por los acreedores. Es este concepto de traspaso de la propiedad y la administración, y no el concepto de liquidación de empresas, el que corresponde a la idea de quiebra.

Sin lugar a dudas el traspaso de propiedad no está exento de problemas. Son innumerables los costos que deben sufrir las empresas cuando llega el momento de generar este traspaso. Ello complica el análisis de la situación a que se ven enfrentados accionistas y acree-

3. No es raro encontrar en contratos de crédito "covenants" que no permiten enajenar activos fijos, que restringen el pago de dividendos, que limitan el endeudamiento de la firma, etc.

dores en caso de conflicto. A pesar de que parece razonable pensar que si los activos son menores que lo que se adeuda a los acreedores estos últimos debieran obtener el control; la existencia de costos importantes en el proceso de traspaso puede implicar que, aunque lo anterior sea cierto, el cambio no se produzca.

Otras restricciones contractuales que tienden a evitar el conflicto entre acreedores y deudores son los límites a los dividendos; a los posibles endeudamientos futuros, exigiendo que ellos tengan prioridades más bajas; y a la enajenación de activos. También, en algunos contratos de crédito, se exige la contratación de asesores o técnicos que aseguren un mejor manejo financiero de la empresa, la confección de estados financieros auditados, etc.

Las situaciones extremas, caracterizadas por altos endeudamientos y malas perspectivas de flujos futuros, alteran profundamente los incentivos de los diversos agentes económicos involucrados en la propiedad de una empresa. Cuando se producen estas situaciones, aquellos que tienen el control de la firma ven incrementados los beneficios que recibirán si aumentan la variabilidad de los retornos a sus inversiones, logrando así hacer crecer la probabilidad de salir airoso. Con ello, "expropian" a quienes les han entregado financiamiento en forma de deuda.

En términos sociales, dichos incentivos distorsionados son profundamente perjudiciales, ya que conducen a la realización no de los proyectos más rentables para la sociedad, sino de aquellos proyectos más riesgosos y que, por lo tanto, perjudican a los acreedores y benefician a los dueños del capital propio.

Si nos enfrentamos a una empresa que está quebrada (en términos de que su patrimonio es cero económicamente medido), los accionistas pueden invertir en activos altamente riesgosos que ofrezcan alguna posibilidad, aunque remota, de transformar el patrimonio en positivo si el resultado del proyecto es bueno. El riesgo de perder parte del patrimonio accionario es nulo, ya que la falencia hace que los accionistas nada tengan en la situación inicial. Es decir, si el proyecto tiene un mal resultado, ellos se mantienen con un patrimonio igual a cero, debiendo los acreedores sufrir la pérdida.

Lo anterior se ve complicado por los efectos que tienen las acciones del Estado sobre los incentivos de los particulares. La historia muestra que las expectativas de recibir subsidio del fisco inmoviliza a los particulares, e impide cualquier traspaso de propiedad debido a la esperanza de recibir una ayuda exógena que beneficie a ambas partes. De hecho, esta situación trasciende lo económico y llega a lo político: las instituciones gremiales tienden a presionar fuertemente para la obtención de los beneficios que pueda reportar para ellos la acción del Estado.

En el caso de Chile, los bancos y financieras han estado enfrentados a una gravísima situación, producto de la inseguridad de reci-

bir los pagos correspondientes a los créditos que han otorgado⁴. La respuesta de los bancos —y en general de los acreedores— ante esta situación de distorsión de los incentivos de quienes controlan las empresas, es generar mecanismos que permitan obtener un mayor control de las compañías. Entre ellos se cuentan distintas formas de intervención (comisiones y otros) que permiten al banco tomar parte en las decisiones de inversión, producción, financiamiento y otras. Con ello se disminuye la posibilidad de que se retiren indebidamente recursos de la empresa, con lo que se podría perjudicar a los distintos acreedores en beneficio de los accionistas, pero no sin incurrir en fuertes costos de eficiencia productiva. Esta es la situación que muestran las empresas que están en problemas; los acreedores, para entrar en renegociaciones de plazos, tasas y para la otorgación de nuevos créditos, exigirán no solamente garantías, sino un mayor control o, al menos, información sobre las actividades de la entidad que recibe los fondos.

Podríamos preguntarnos a esta altura cuál es el rol que cumplen los intermediarios financieros en la relación entre acreedores y accionistas. Resulta indudable que una de las labores importantes que la economía delega a los bancos, financieras y otros intermediarios de este tipo, consiste en que a través de ellos las partes involucradas en el financiamiento de una actividad empresarial poder reducir los costos de contrato, transacción e información.

Los intermediarios financieros son especialistas en poner de acuerdo a las partes y luego fiscalizar los convenios, con lo cual disminuyen los costos de prestar dinero. Si no existieran estos agentes económicos, los recursos que la sociedad debería gastar para financiar las inversiones serían mucho mayores, siendo el papel de aquéllos similar al de los lubricantes frente al roce en un sistema mecánico.

Los elementos antes descritos juegan un rol fundamental en la determinación de la manera como las empresas deben financiarse. La decisión de financiamiento es el fruto de un proceso de optimización llevado a cabo por los dueños de la empresa, no distinto al que efectúan los mismos cuando deciden de qué manera van a producir los productos, es decir, de qué forma van a conjugar distintos insumos para la elaboración de un bien o servicio. Sin embargo, los costos de quiebra, los problemas de asimetría en la información de accionistas y acreedores, y los problemas de incentivos producto de que estos dos grupos tienen distintas prioridades en el pago, no son los únicos determinantes de la razón deuda/capital. Existen otras fuentes importantes de beneficios o costos de financiarse con deuda o acciones. Probablemente una de las más significativas esté dada por los impuestos a las empresas y los impuestos a las personas⁵.

4. Ver Moreno A. y Pérez F. *Análisis de la Crisis Bancaria y sus Soluciones*. Referencia N° 16.
5. Ver Bilbao J., Moreno A. y Pérez F. *Distorsiones en el Mercado de Capitales Chileno*. Referencia N° 5.

Los intereses, a diferencia de las ganancias de capital y de los dividendos, pueden ser descontados por la firma llegado el momento de calcular la base imponible para el pago de sus impuestos. Lo anterior implica un subsidio al financiamiento a través de un mayor endeudamiento. Este factor hará que las empresas tiendan a aumentar la cantidad de deuda con que financian sus proyectos, lo cual se contrapesará con los costos de quiebra, los costos de contrato y los costos de transmisión de información, en la búsqueda de un nivel de endeudamiento óptimo para las empresas. Quizás una de las razones por las cuales las empresas en Chile se financian con niveles de endeudamiento altos, pueda ser encontrada en el importante beneficio tributario que existe de financiar actividades con deuda.

A este hecho se suma la existencia de un impuesto de retención a las utilidades de las empresas, que no tiene un símil en el tratamiento tributario de los intereses ganados. Ello facilita la evasión en el caso de estos últimos, generando un incentivo para ofrecer los fondos en exceso a los bancos en vez de invertir en acciones. Dado que las instituciones bancarias no pueden adquirir títulos accionarios, esto significa un incentivo a la oferta de créditos en desmedro de la de capital propio⁶.

Las ideas desarrolladas hasta ahora indican que a medida que aumenta el número de pasivos con que una empresa financia sus actividades, aumentan también los costos implícitos en los contratos para armonizar los intereses de estos distintos tipos de pasivos. Por otra parte, el mercado querrá generar variadas formas de repartición de riesgo, lo que se logra a través de contratos que definan diferentes derechos sobre los flujos que generan los activos de una empresa. En otras economías se puede observar la existencia de múltiples formas de pasivos: warrants, acciones, deuda preferencial, bonos convertibles en acciones, opciones, acciones preferentes, etc.

De esta manera, el número de contratos distintos que se encuentren dentro de una economía, en cierta medida, refleja el costo que existe dentro de ese sistema económico para regular y solucionar los conflictos entre los distintos agentes. Mientras más alto sea este costo, menor va a ser el número de pasivos distintos existentes. El lado negativo de lo anterior está dado por la restricción en la repartición de riesgo, producto de la falta de contratos de características disímiles.

La evidencia de la economía chilena, caracterizada por un pequeño número de pasivos distintos, parece indicar que los costos de información, fiscalización de contratos y otros, son altos. Es decir, el sistema económico está dispuesto a renunciar a una manera más eficiente de repartición del riesgo, con tal de evitar incurrir en estos altos costos.

6. Ver Bilbao J. y Pérez F. *Decisiones de Financiamiento: Deuda o Acciones*. Referencia N° 6.

IV

El Rol de la Autoridad Frente a una Crisis de Endeudamiento

El rol del Estado en lo que respecta al mercado de capitales no es esencialmente distinto al que le compete a éste en otros mercados. Su irrenunciable rol subsidiario lo obliga a intervenir cada vez que se produzcan desviaciones entre lo que implica el "laissez faire" y lo que aconseja la conveniencia social. Es así como discrepancias entre costos o beneficios privados y sociales harán aconsejable que el Estado intervenga para corregir las distorsiones, de manera tal que el mercado efectivamente produzca lo que la sociedad necesita.

En esta perspectiva, en lo que se refiere al mercado de capitales se puede pensar en dos tipos de situaciones: aquellas donde impera la normalidad y aquellas de excepción o crisis. Probablemente estas dos situaciones distintas pueden ser resueltas de mejor forma bajo marcos legales diferentes (leyes financieras normales vs. de emergencia). Sin embargo, la necesaria existencia de un marco legal único puede generar la necesidad de la intervención estatal ocasional.

Sin lugar a dudas dichas intervenciones deben producirse sólo en situaciones de excepción. El Fisco debe mantenerse al margen de la actividad económica privada, en la medida en que los entes particulares puedan solucionar los problemas por sí solos. Si el sistema de negociación privado entre las partes en conflicto genera resultados indeseables para la sociedad, el Estado, haciendo valer su rol subsidiario, entrará a tomar parte en el asunto a través de la intervención directa, o bien por medio de la modificación de normas que permitan que las soluciones se encaminen por los senderos convenientes. Es decir, el Estado deberá intervenir para estos efectos, por ejemplo, cuando la economía entre en una etapa de fuerte recesión, lo que implique que sean muchos los agentes económicos involucrados en problemas de renegociación de contratos. La autoridad deberá velar porque los costos sociales de los ajustes que se requieren para que los incentivos vuelvan a su sano estado, sean lo más bajo posibles.

Por lo tanto, la razón por la cual el Estado interviene en estas circunstancias es la intención de reducir los costos sociales. Un ejemplo de estos costos puede ser encontrado en el rol de las variables macroeconómicas en la reactivación de la economía. Como vimos anteriormente, en situaciones de insolvencia las empresas se enfrentan a serios problemas de incentivos. Una parte de las disponibilidades de fondos y los aumentos de liquidez de la economía, pueden ser utilizados para la realización de proyectos que impliquen alto riesgo. De esta manera, como son los accionistas quienes administran los fondos que se hacen disponibles a las empresas, es razonable que algunos de estos fondos sean canalizados por los administradores en pos de buscar una salida al problema en que se encuentran los dueños del capital. Lo anterior se logrará disminuyendo la probabili-

dad de que la empresa entre en una situación de insolvencia¹. Esto último parece razonable, pero la manera como se consigue es a través del aumento de la variabilidad de los flujos de la empresa, muchas veces aceptando proyectos cuya rentabilidad no justifica el costo de la inversión. De esta manera, la autoridad económica puede sentir la necesidad de resolver los problemas de contrato entre particulares, como una condición necesaria para iniciar un camino de reactivación económica.

El gran problema de lo anterior es que al iniciar un proceso caracterizado por intervenciones estatales, necesariamente se deja de usar el camino alternativo, cual es el que los propios particulares busquen las mejores soluciones a sus problemas. Es indudable que, en la medida en que las dos partes en conflicto puedan encontrar un punto de común acuerdo, la solución así lograda será preferible a la que se podría conseguir a través de los tribunales de justicia u otras fuentes institucionales. Lo anterior se debe a que, ya que las partes en conflicto siempre han tenido abierta la posibilidad de recurrir a dichos tribunales, si es que han optado por otra alternativa es porque esta opción es la preferida.

Los problemas de la intervención estatal van más allá del alejamiento del "principio" de iniciativa privada. En primer lugar, significan una reducción de la necesaria competencia y eficiencia en la asignación de los recursos crediticios. En el caso chileno, en el cual la mayor parte de la banca se encuentra actualmente intervenida por el Fisco, este aspecto es de fundamental importancia. Cuando una sola mano controla la asignación de los créditos, cualquier error de apreciación puede tener graves consecuencias. Ello sin considerar los problemas políticos que pueden derivar de un control estatal casi absoluto del mercado de capitales.

Si ampliamos el marco de análisis nos daremos cuenta que el Estado, para llevar a cabo sus acciones, deberá necesariamente contratar a agentes dentro del sistema, los cuales no siempre enfrentan sistemas de incentivos que se encaminen en la misma dirección que los objetivos a los cuales apuntan las intervenciones.

Los problemas de incentivos que genera una intervención deben ser contrastados con aquellos que se mantendrían si el Estado optara por el "laissez faire". La respuesta no es del todo obvia, por lo que una decisión de intervención es siempre difícil.

Existen consideraciones adicionales que hacen pensar que la reestructuración por parte del gobierno de los contratos entre particulares, puede ser especialmente conflictiva y onerosa. Cabe destacar al respecto el comportamiento de la banca extranjera frente a estas

7. Si una empresa se encuentra virtualmente quebrada, la probabilidad de que se produzca la cesación de pagos es igual a uno. Un proyecto de alto riesgo puede ofrecer una probabilidad, aunque pequeña, de poder pagar y con ello reducir la chance de una falencia.

intervenciones. Los bancos extranjeros deben estar dispuestos a aceptar pérdidas por las malas decisiones de crédito que ellos realicen. Sin embargo, la intervención del Estado, ya sea directa o indirecta, en empresas a las cuales dichos bancos han facilitado fondos, o bien a las cuales bancos nacionales financiados con fondos de bancos extranjeros lo han hecho, es un pretexto para exigir un aval del Estado debido al cambio en las reglas del juego que conlleva una intervención. De esta manera, la sana intención de mejorar la situación de los contratos entre particulares, puede implicar que el Estado se vea envuelto en la necesidad de avalar los créditos externos que han contratado particulares.

Otro aspecto que en la práctica ha probado ser un importante componente de costos implícitos en las intervenciones estatales, puede ser encontrado en las cláusulas tácitas de la mayoría de los contratos financieros. Resulta extremadamente difícil reestructurar contratos cuando buena parte de las cláusulas de éstos se encuentran fundadas en la tradición, los entendimientos comerciales de largo plazo, etc.

Una tercera fuente de problemas prácticos de la intervención directa la impone la estructura legal vigente. El Estado debe necesariamente actuar dentro del marco legal. Esto implica que muchos de los acuerdos que habrían sido posibles entre particulares, pero que requieren de la conformidad de las partes en conflicto, no puedan ser logrados por el solo dictamen del Estado. Esto último porque luego de la intervención, los agentes económicos involucrados son capaces de anticipar que el Estado ha atado sus manos, debiendo ofrecer una solución satisfactoria para ambas partes. Un ejemplo de lo anterior puede ser encontrado en la reacción de los tenedores de cuotas de fondos mutuos frente a la intervención estatal en la transacción de estas últimas.

Una cuarta fuente de costos es la falta de referencia para valorar los distintos derechos que los particulares tengan sobre los activos de la empresa. Esto es especialmente cierto si se considera que normalmente, ligada a la intervención estatal, se encuentra la suspensión de las transacciones de los derechos que tienen los distintos dueños sobre los activos de las empresas. Es así como, al entrar una firma en cesación de pagos, las acciones de esta última suspenden sus transacciones en la Bolsa y los bonos y pagarés de éstas corren similar suerte.

Las cuatro razones anteriores hacen pensar que, aunque el Estado pueda tener la mejor de las intenciones en la reestructuración de pasivos, las barreras, tanto institucionales como impuestas por los agentes que actúan buscando su propio beneficio (por ejemplo bancos extranjeros y acreedores), pueden hacer extremadamente caro el sistema de repactación de pasivos a través de dictámenes de la autoridad administrativa.

El argumento anterior nos conduce a concluir que el rol de la negociación entre particulares es algo fundamental en la estructura-

ción de contratos. El valor de poder acceder al derecho de negociar libremente es algo importante para una adecuada estructura, tanto del punto de vista de la repartición de riesgo como de la minimización de los costos de contrato. El mercado financiero es extremadamente complejo y resulta muy difícil intervenir dicho mercado, pretendiendo garantizar al mismo tiempo que la solución que se obtenga por esa vía sea mejor que la que había en un inicio. De esta manera, los contratos existentes no pueden ser reescritos por el solo ministerio de la ley, sin que eso genere altos costos en el corto plazo y probablemente aún más altos en el largo plazo. Por cierto, lo anterior no significa que el Estado deba mantenerse totalmente al margen de la actividad financiera.

La Necesidad de una Renegociación Coordinada

Un proceso de negociación no es más que una situación en la cual dos partes con intereses en conflicto buscan un acuerdo conjunto respecto de la forma en que se van a comportar el uno con el otro. Cuando se trata de contratos financieros, la negociación normalmente nace cuando una parte confía a la otra sus fondos y la segunda se compromete a devolverlos, lo que da origen a un contrato en donde las cláusulas del mismo formalizan el compromiso acordado. Una renegociación, por tanto, no es más que un proceso en el cual las cláusulas preestablecidas deben ser reestudiadas producto de que una de las partes no es capaz de cumplir con lo que le corresponde hacer. En este sentido, contrariamente a lo que se suele pensar, la renegociación no demanda necesariamente un uso adicional de recursos sino más bien implica determinar una nueva forma de partición de los recursos existentes.

Las razones por las cuales los contratos iniciales pueden no ser cumplidos y por tanto requerir ajustes pueden ser variadas. En épocas de normalidad económica los riesgos propios de cada negocio pueden ser los causantes. En períodos de fuertes crisis económicas, los cambios violentos en las variables macroeconómicas pueden provocar una crisis generalizada de contratos. Es por ello que una posible conclusión que se pueda extraer de lo anterior es que la estabilidad tiene un alto valor y, por tanto, el Estado debiera estar dispuesto a invertir y destinar recursos reales para mantener los precios claves de la economía cercanos a su equilibrio de largo plazo. Se contribuiría de esta forma a evitar fluctuaciones bruscas que puedan producir, entre otros problemas, insolvencias masivas.

Sin embargo, una vez producido un violento cambio en el sistema de precios, no queda más que enfrentarlo intentando minimizar el costo de los ajustes que deban producirse. Si hay un activo o empresa que antes valía \$ 100 y hoy, debido a una caída en la demanda, sólo vale \$ 40, sus dueños son ahora efectivamente más po-

bres y este hecho es algo que éstos deberán aprender a aceptar. El problema es que una parte de los propietarios —los acreedores— tiene en sus manos un documento que puede preestablecer un pago superior a lo que queda. Lo disponible para acreedores y accionistas puede valer incluso menos que el crédito a pagar y ambas partes deberán acordar qué porcentaje de estos \$ 40 restantes corresponde a cada quien. Ninguna solución que adopten (repartir \$ 40/\$ 0, \$ 35/\$ 5, \$ 20/\$ 20, ó \$ 0/\$ 40) requiere necesariamente de recursos adicionales. Sin embargo, el proceso por medio del cual las partes se disputan lo que aún queda puede erosionar seriamente el valor de los activos. Los acreedores amenazarán con la quiebra, los accionistas responderán con una paulatina desinversión en la empresa no queriendo hacer la mantención a maquinarias que les pueden ser quitadas, y así la pugna terminará por destruir el aparato productivo nacional, perdiendo no sólo las partes en conflicto sino la sociedad toda.

Cuando sólo unos pocos disputan un acuerdo, el sistema institucional vigente funciona eficazmente permitiendo que las soluciones sean logradas en forma ordenada y eficaz. Sin embargo, cuando todo el mundo está involucrado en la disputa, la agregación de los conflictos individuales se transforma en un problema grave que puede paralizar a una economía. En este segundo escenario, el Estado tiene un importante rol que cumplir, contribuyendo a que los contratos se ajusten al menor costo posible. Reducir el valor de los bonos de su antiguo valor nominal a una cifra razonable respecto del nuevo valor de la empresa no hace a los acreedores más pobres (si no probablemente más ricos, puesto que se ahorrarán los costos de las disputas), tampoco requiere de recursos adicionales, ni implica necesariamente un "perdonazo", simplemente elimina la pugna debido a que la suma del valor nominal de los pasivos se ajusta nuevamente al verdadero valor de los activos.

El problema, en la práctica, es que normalmente la autoridad no sabe si lo justo es \$ 40/\$ 0 ó \$ 20/\$ 20, por lo que a veces, en beneficio de la duda, se termina dando a los acreedores su antiguo valor nominal y también algo a los accionistas. Como los activos sólo valen \$ 40, el Fisco aporta la diferencia que falte. Dicha diferencia se obtiene, en parte, de los propios dueños, en parte, de un aumento en el valor de los activos producto de la eliminación de los problemas de insolvencia, y también, en parte, de terceros sin injerencia directa en la disputa. El Estado se enfrenta a la disyuntiva de perseguir el doble objetivo de evitar que los activos productivos continúen depreciándose, y aquel de ser justo evitando "pasar la cuenta" de las renegociaciones a terceros. En esta perspectiva, la forma en que el Estado coopere debiera procurar ser no discriminatoria y adicionalmente procurar que el mayor porcentaje posible de los recursos involucrados en la renegociación provenga de los propios beneficiados. De esta forma, sólo aceptarán la ayuda del Esta-

do quienes realmente lo necesiten, puesto que los demás no estarán dispuestos a aceptar las restricciones de austeridad y otras que debieran imponerse a quienes requieran de la ayuda estatal.

Lo que debe recordarse al evaluar la necesidad de una intervención estatal es que si los activos valen \$ 40 y existen títulos que dan derechos sobre dichos \$ 40 que dicen valer \$ 100, el ajuste hacia abajo en estos títulos siempre se produce, ya sea por medio de quiebras masivas, ya sea por una revolución de los deudores o ya sea por la vía de una renegociación ordenada y rápida. Esta última opción es la que debe buscarse si se quieren evitar serios trastornos en el aparato productivo nacional.

Bibliografía

- Alchian, Armen A., y Demsetz, Harold, *Production, Information Costs, and Economic Organization*, The American Economic Review, Vol. LXII, N° 5 (diciembre, 1972), pp. 777-795.
- Arrow, Kenneth J., *The Role of Securities in the Optimal Allocation of Risk Bearing*, Review of Economic Studies, Vol. 31, N° 86 (abril, 1964), pp. 91-96.
- Berle, A. A., and Means, G.C., *The Modern Corporation and Private Property* (Macmillan, 1932).
- Bilbao, J., Moreno A., y Pérez, F.: *Distorsiones en el Mercado de Capitales Chileno*. Boletín Económico: Facultad de Ciencias Económicas y Administrativas P.U.C. de Ch. N° 6 abril-junio 1983.
- Bilbao, J. y Pérez, F.: *Decisiones de Financiamiento ¿Deuda o Acciones?*, Boletín Económico: Facultad de Ciencias Económicas y Administrativas P.U.C. de Ch. N° 4 octubre-diciembre 1982.
- Chandler, Alfred D., Jr. *The Visible Hand* (Harvard University Press, 1977).
- Fama, Eugene F., *Agency Problems and the Theory of the Firm*, Journal of Political Economy, Vol. 88, N° 2 (abril, 1980), pp. 288-307.
- Fama, Eugene F., y Jensen, Michael C., *Agency Problems and Residual Claims*, Journal of Law and Economics, Vol. 26 (junio, 1983).
- Fama, Eugene F., y Jensen, Michael C., *Residual Claims and Investment Decisions*, CRSP Working Paper N° 90, Graduate School of Business, University of Chicago (septiembre, 1982).
- Hayek, F. A., *El Uso del Conocimiento en la Sociedad*, Estudios Públicos N° 12, 1983.
- Jensen, Michael C., *Organization Theory and Methodology*, Accounting Review, Vol. (50), N° 2 (abril, 1983).
- Jensen, Michael C., and Meckling, William H., *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, Journal of Financial Economics, Vol. 3, No 4 (octubre, 1976), pp. 305-360.

- Jensen, Michael C., and Meckling, William H., *Rights and Production Functions: An Application to Labor-Managed Firms and Codetermination*, Journal of Business, Vol. 52, N° 4 (octubre, 1979), pp. 469-506.
- Moreno, Alfredo y Pérez, Francisco: *Costos y Beneficios de los Programas de Desconcentración de Cartera Relacionada*. Trabajo Docente 183-01. Escuela de Administración P.U.C. de Ch.
- Moreno, Alfredo y Pérez, Francisco: *Análisis de la Crisis Bancaria y sus soluciones*. Documento de Trabajo N° 7. Centro de Estudios Públicos, diciembre de 1983.
- Moreno, Alfredo y Pérez, Francisco: *Sobreendeudamiento del Sector Real: Problemas y Soluciones*. Documento de Trabajo N° 11. Centro de Estudios Públicos, enero de 1984.
- Smith, Adam, *The Wealth of Nations*, 1976. Canaan ed. (New York: Modern Library, 1937)
- Williamson, Oliver E., *The Modern Corporation: Origins, Evolution, Attributes*, Journal of Economic Literature, 19, N° 4 (diciembre, 1981), pp. 1537-68.