

**Universidad de Chile**  
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y ADMINISTRATIVAS  
ESCUELA DE SISTEMAS DE INFORMACIÓN Y AUDITORIA

# **BONOS DE ALTO RENDIMIENTO: ¿UNA FORMA VIABLE DE FINANCIAMIENTO EN LA PEQUEÑA Y MEDIANA EMPRESA?**

Seminario para optar al título de Ingeniero en Información y Control de Gestión.

Autores:

**CAROLINA ALEJANDRA JORQUERA RAMIREZ.**

**ALICIA LORENA NÚÑEZ MONDACA.**

**LUIS ANTONIO ROMERO MUNIZAGA.**

Director Seminario: **CARLOS ANTONIO GÓMEZ DROGUETT.**

**Santiago – Chile Semestre Primavera – 2003**



..	1
<b>AGRADECIMIENTOS .</b>	<b>3</b>
<b>RESUMEN .</b>	<b>5</b>
<b>INTRODUCCIÓN .</b>	<b>7</b>
<b>PARTE I FINANCIAMIENTO DE LA PEQUEÑA Y MEDIANA EMPRESA EN CHILE .</b>	<b>9</b>
CAPÍTULO I. <u>BONOS</u> . .	9
<b>Definición .</b>	<b>9</b>
CAPÍTULO II LA PYME EN CHILE .	13
<b>Situación Financiera .</b>	<b>15</b>
<b>Financiamiento para las Pymes . .</b>	<b>15</b>
<b>PARTE II. BONOS DE ALTO RENDIMIENTO Y SU FUNCIONAMIENTO EN EL MERCADO DE ESTADOS UNIDOS . .</b>	<b>31</b>
CAPÍTULO III MODELOS ECONÓMICOS DE LOS BONOS DE ALTO RENDIMIENTO . .	31
<b>Características del rendimiento de los bonos de bajo grado y su riesgo .</b>	<b>31</b>
<b>Modelos econométricos de Retorno de Bonos de alto rendimiento .</b>	<b>36</b>
<b>Evidencia de Distorsiones Regulatorias . .</b>	<b>41</b>
CAPÍTULO IV BONOS BASURA . .	43
<b>Introducción . .</b>	<b>43</b>
<b>La Realidad de estos Instrumentos . .</b>	<b>44</b>
<b>Origenes de los Bonos Basura .</b>	<b>45</b>
<b>Desarrollo del Mercado de los Bonos Basura y su Rol en los Portafolios de Gerencia y Finanzas Corporativas . .</b>	<b>45</b>
<b>La Revolución de los Bonos Basura .</b>	<b>49</b>
<b>Mercado de la deuda de alto rendimiento . .</b>	<b>56</b>
<b>Distribución de la industria del financiamiento en Bonos basura .</b>	<b>59</b>
<b>Impacto económico de los títulos de alto rendimiento .</b>	<b>60</b>
<b>El impacto de los Bonos Basura en el funcionamiento industrial .</b>	<b>63</b>

<b>Foco en compañías de alto rendimiento . .</b>	<b>65</b>
<b>Los Bonos Basura y su relación con las Compras de participaciones apalancadas, reestructuración corporativa y deuda en 1980 .</b>	<b>65</b>
<b>Respuestas de orden público a los Bonos de alto Rendimiento .</b>	<b>66</b>
<b>Hacia una nueva economía . .</b>	<b>71</b>
<b>PARTE III BONOS DE ALTO RENDIMIENTO COMO ALTERNATIVA DE FINANCIAMIENTO PARA LA PEQUEÑA Y MEDIANA EMPRESA. .</b>	<b>75</b>
<b>CAPÍTULO V ESTRUCTURA DE FINANCIAMIENTO DE LAS PYMES, CAPITALISMO POPULAR Y BOLSA EMERGENTE . .</b>	<b>75</b>
<b>NIVEL DE ENDEUDAMIENTO DE LAS PYMES .</b>	<b>76</b>
<b>Capitalismo Popular .</b>	<b>81</b>
<b>Reforma al Mercado de Capitales .</b>	<b>86</b>
<b>CAPÍTULO VI PROPUESTA DE FINANCIAMIENTO PARA PYMES .</b>	<b>89</b>
<b>Diagnóstico .</b>	<b>89</b>
<b>Objetivo .</b>	<b>90</b>
<b>Factores Claves . .</b>	<b>90</b>
<b>CONCLUSIÓN . .</b>	<b>92</b>
<b>BIBLIOGRAFÍA .</b>	<b>95</b>

---

*A nuestras familias*



## AGRADECIMIENTOS

Al profesor Sr. Carlos Gómez Draguett agradezco su disposición al haber guiado desde un principio la presente investigación y por sus comentarios y sugerencias. A la Subdirectora Sra. María Paulina Zunino por su accesibilidad y por su preocupación y a la Escuela por la adquisición de material para el desarrollo de esta Tesis.

A mi familia por todo su esfuerzo, comprensión y motivación que me ayudo a seguir adelante en los momentos de dificultad y por todo el amor y el apoyo incondicional que me han brindado durante toda mi vida y especialmente en el largo camino que ha significado mi carrera.

Carolina A. Jorquera B.

A mis padres Verónica y Luis por brindarme los medios y las herramientas para mi desarrollo personal y profesional entregándome junto a mi hermana Ines un apoyo incondicional y amor en todo momento.

A mis compañeros de seminario Luis Antonio y Carolina por los resultados del trabajo realizado y el compañerismo existente.

A mis amigos por su comprensión.

Alicia I. Núñez M

A mis padres Carlos y María Luisa, a mis hermanos Pablo y Carlos, a mi abuela y mi tía Carolina por su apoyo, amor y plena confianza, por darme la posibilidad de crecer en todos los aspectos de la vida.

A todos mis amigos que me dieron la posibilidad de junto a ellos desarrollarme como persona. A mi equipo de Seminario, que sin ellos no hubiésemos obtenido estos resultados.

La persona que soy ahora es fruto de todos ustedes.

Luis A. Romero Munizaga

## RESUMEN

La pequeña y mediana empresa en Chile presentan diversas falencias, entre las cuales la falta de financiamiento es una de las principales, esto debido entre muchos factores, a la falta de información con la que cuentan las instituciones sobre estas empresas más pequeñas lo que los lleva a ofrecer tasas demasiado altas para el financiamiento.

Es por lo anterior que existe una necesidad urgente de crear mecanismos para proveer capital a estas empresas de manera de generar oportunidades de crecimiento para ellas y por ende para el país. Las razones de estos beneficios se pueden encontrar en la presente investigación.

Por lo tanto es un objetivo principal presentar una nueva forma de financiamiento para estas empresas, estos son los Bonos de Alto Rendimiento, los cuales han tenido resultados muy beneficiosos para economías extranjeras como Estados Unidos.

La investigación se realiza a través del estudio de las condiciones de estos instrumentos en Estados Unidos, de la situación de las Pymes en Chile y de sus formas actuales de financiamiento y de las experiencias que han existido en el país en lo que se refiere a inversiones riesgosas.

Como resultado de la investigación se puede encontrar que el desarrollo de este mercado de alto rendimiento puede ser viable siempre que este acompañado de las condiciones necesarias para su buen funcionamiento.



# INTRODUCCIÓN

Conocidos por todos es la importancia que tienen las Pequeñas y Medianas empresas (Pymes) para la economía nacional, tanto en lo que representan por productividad como en el aspecto de fuentes de trabajo para la población. Sin embargo, aunque es de vital importancia para el desarrollo y crecimiento de la economía de cualquier país, resulta claro que este tipo de empresas sufren importantes limitaciones tanto en las regulaciones como en lo que es el acceso al capital para el desarrollo de proyectos, inversiones o simplemente para cubrir los gastos básicos del giro que desarrollan.

De esta manera se hace necesario e imperativo desarrollar alternativas factibles de financiamiento que ayuden a estas empresas a crecer y, como consecuencia, a un mayor desarrollo de la economía nacional, ya que de lograr esto, haría de Chile un país mucho más eficiente tanto en la asignación de recursos, más atractivo para desarrollar proyectos y, finalmente, atraer capitales extranjeros al país, mejorando la posición de la economía chilena en un mundo cada vez más globalizado en que las amenazas de que las Pymes desaparezcan frente a empresas extranjeras con mayores ventajas competitivas.

Considerando todos estos antecedentes es que nace el objetivo principal de este Seminario, que es evaluar a los Bonos de Alto Rendimiento como una fuente viable de financiamiento para las Pymes y determinar, dada la evidencia empírica en otros países, si es aplicable al ámbito nacional con éxito y los resultados que se pueden esperar de esta alternativa.

Creemos que esta alternativa propuesta podría ser aplicable en Chile con mucho éxito, anulando problemas como la exclusión financiera y obtener los grandes resultados

que se han mostrado en economías más desarrolladas que ya cuentan con este sistema de financiamiento como es el caso de Estados Unidos, quizás el caso con mayor información disponible.

Para poder concluir si es posible todo lo recién planteado es que la metodología utilizada consistirá en:

- El estudio de las alternativas que actualmente poseen las Pymes en la economía chilena, describiendo su situación, importancia y opciones que poseen,
- Estudio de las condiciones, beneficios y funcionamiento de los Bonos de Alto rendimiento en las empresas de la economía estadounidense,
- Análisis de los Bonos de Alto Rendimiento, considerando sus orígenes, evolución y usos de estos instrumentos, mostrando sus impactos y efectos en el mercado,
- Análisis de la posibilidad de implementar estos instrumentos financieros a la luz de la estructura de endeudamiento y capital de las Pymes, el Capitalismo Popular y las recientes reformas a los Mercados de Capitales, que apuntan al desarrollo de los capitales riesgosos, y
- Finalmente presentar una propuesta coherente de acuerdo con los antecedentes y conclusiones recolectadas de los puntos anteriores.

# PARTE I FINANCIAMIENTO DE LA PEQUEÑA Y MEDIANA EMPRESA EN CHILE

## CAPÍTULO I. BONOS

Antes de dar comienzo a nuestro tema acerca de los Bonos de Alto Rendimiento, o más conocidos como bonos basura debemos comprender qué es un bono y cuáles son los beneficios que estos entregan para que sean una buena herramienta de inversión.

### **Definición**

---

Los bonos son títulos de oferta pública representativos de deuda, con plazo de maduración a más de un año. Vale decir, un bono es un contrato a largo plazo bajo el cual el prestamista acuerda hacer pagos de interés y principal, en un día específico, al poseedor del bono.

Un bono es esencialmente un instrumento de deuda con el que cuentan entidades gubernamentales y corporaciones para recaudar dinero. Un bono puede ser comprado

por inversionistas particulares, corporaciones, gobiernos soberanos, casas de bolsa, bancos y Fondos de Inversión.

El precio de cada emisión de bonos fluctúa de acuerdo al mercado diario. Cuando las tasas de interés bajan, el valor de bonos sube; lo contrario ocurre cuando las tasas de interés suben, los precios de los bonos bajan. Por lo general, mientras mayor sea el tiempo de vencimiento de un bono, mayor es la volatilidad de su valor de mercado.

Los inversionistas tienen diferentes posibilidades de escoger cuando invierten en bonos, pero los bonos se diferencian entre sí de acuerdo al retorno esperado y el grado de riesgo. Dado lo anterior se pueden definir una serie de bonos:

- **Bonos del Tesoro**, también conocidos como bonos del gobierno, son emitidos por el gobierno federal de los Estados Unidos. Estos bonos implican mayor seguridad; por tal motivo pagan menor interés que otros tipos de bonos. El gobierno federal emite tres tipos de bonos: 1) Letras del tesoro, con vencimiento de 52 semanas o menos; 2) Notas del tesoro, con vencimiento de 10 años o menos; y 3) Bonos del tesoro, con vencimiento de más de 10 años.
- **Bonos Corporativos**, que son emitidos por compañías. La emisión de estos bonos es una forma de que disponen compañías privadas para obtener fondos. Estos bonos representan una obligación de deuda adquirida por una corporación. Estos pueden tener diferentes tipos de vencimientos dependiendo de las necesidades de la compañía.
- **Eurobonos**, compañías y gobiernos internacionales emiten este tipo de bono. Generalmente, este bono es emitido en Estados Unidos en dólares y un gobierno o empresa latinoamericana se compromete a pagar una determinada tasa de interés y reembolsar el valor nominal al vencimiento. Este bono es usado frecuentemente por empresas privadas y gobiernos latinoamericanos.
- **Bonos Cupón Cero**, son bonos que acumulan interés pero no lo pagan periódicamente sino que el inversionista, una vez llegada la fecha de madurez del bono, recibe un solo pago que incluye principal e interés. Estos bonos son adquiridos frecuentemente con la intención de hacer coincidir su plazo de madurez con gastos previstos.
- **Bonos Convertibles**, estos bonos pueden convertirse en acciones de la compañía emisora. La equivalencia entre el número de bonos y acciones por las que estos pueden cambiarse es variable, y depende de lo que establezca cada corporación emisora. Adicionalmente a las fluctuaciones en precios de bonos causadas por cambios en tasas de interés, el precio de este tipo de bono fluctúa con el precio de la acción de la compañía emisora.
- **Bonos de Alto Rendimiento**, Estos bonos tienen menor calidad y son comúnmente conocidos como junk bonds (bonos basura). La tasa de interés es más favorable que la de otros bonos, ya que estos bonos son considerados de mayor riesgo.

Aunque todos los bonos tienen características comunes, no todos ellos tienen las mismas características contractuales.

**Valor a la par o valor nominal**, quiere decir el valor principal de un bono. Sobre este valor se calcula el interés de las obligaciones.

**Tasa nominal de interés**, es la tasa que se compromete a pagar quien emite el bono durante el tiempo del contrato hasta su vencimiento. Hay algunos bonos que tienen una tasa fija y otros una tasa variable. Otros bonos llamados “sin cupón” son títulos de deudas que se emiten con un descuento sobre su valor nominal y no promete otro flujo de efectivo que el pago de su valor nominal en el vencimiento.

**Fecha de vencimiento**, es el día especificado en el bono donde el valor nominal tiene que ser pagado.

Para determinar en que tipo de compañías esta invirtiendo y poder saber si serán capaces de pagar el interés y el principal existen las clasificadoras de riesgo. Las dos compañías mas conocidas que dan este tipo de servicio se llaman Standard & Poor's y Moody's. Estas compañías miden la salud financiera del emisor. Ellos utilizan un sistema de clasificación donde reflejan la probabilidad de que el bono sea pagado por el emisor. Ellos basan los criterios en análisis cuantitativo y cualitativo. Utilizando el sistema de letras, ambas compañías identifican los bonos en dos grandes categorías: los de clasificación de bonos de grados de inversión y los bonos especulativos (con alta probabilidad de insolvencia).

Actualmente existen tres clasificadoras en el mercado chileno que mantienen vinculación con las tres clasificadoras que operan a nivel global. Standard & Poor's mantiene alianza estratégica con Feller Rate, Moody's mantiene una participación minoritaria en la propiedad de la clasificadora Humphrey's y Fitch.

A continuación en el cuadro 1.1 se detalla una comparación de las clasificaciones empleadas por ambas compañías y adicionalmente se incluyen las empresas clasificadoras de riesgo Fitch y DCR.

## BONOS DE ALTO RENDIMIENTO: ¿UNA FORMA VIABLE DE FINANCIAMIENTO EN LA PEQUEÑA Y MEDIANA EMPRESA?

Moody	S&P	Fitch	DCR	Definición
<b>Grado de Inversión – Alta Solvencia</b>				
Aaa	AAA	AAA	AAA	Prime ,máxima seguridad
Aa1	AA+	AA+	AA+	Alto grado , alta calidad
Aa2	AA	AA	AA	
Aa3	AA-	AA-	AA-	
A1	A+	A+	A+	Grado medio superior
A2	A	A	A	
A3	A-	A-	A-	
Baa1	BBB+	BBB+	BBB+	Grado medio inferior
Baa2	BBB	BBB	BBB	
Baa3	BBB-	BBB-	BBB-	
<b>Bonos de alto rendimiento</b>				
<b>Grado de bajo inversión – Baja solvencia</b>				
Ba1	BB+	BB+	BB+	Grado de no inversión
Ba2	BB	BB	BB	Grado bajo , especulativo
Ba3	BB-	BB-	BB-	
B1	B+	B+	B+	Altamente especulativo
B2	B	B	B	
B3	B-	B-	B-	
<b>Predominantemente especulativos – riesgo sustancial o en omisión de pago</b>				
Caa1	CCC+	CCC	CCC	Riesgo sustancial
Caa2	CCC	-	-	Estado pobre
Caa3	CCC-	-	-	
Ca	-	-	-	Extremadamente especulativo
C	-	-	-	Puede estar en omisión de
pago				
-	-	DDD	-	Omisión de pago
-	-	DD	DD	
-	D	D	-	
-	-	-	DP	

*Cuadro 1.1. Escala de clasificación de bonos*

Fuente: Moody's Investor Service, S&P Corporation, Fitch Ratings, Duff & Phelps Credit Rating Co.

**Podemos destacar que invertir en bonos proporcionan una serie de beneficios como son:**

- Seguridad financiera existe una alta probabilidad de recuperar el principal porque si no es así seguramente se recibirá un interés sobre la inversión.
- Equilibrio y diversificación del portafolio: Los bonos pueden llegar a ser grandes amortiguadores financieros. Si el mercado accionario presenta grandes fluctuaciones los bonos pueden aportar tranquilidad, pues son una herramienta muy segura para equilibrar el riesgo del portafolio general.
- Amnistías Tributarias: Uno de los aspectos menos conocidos de los bonos es que a menudo están exentos de varios impuestos.

Pese a lo anterior se debe tener presente que incluso los bonos implican riesgos. Pero a la vez son cruciales para obtener los fondos necesarios para construir puentes, reparar carreteras, proveer servicios esenciales a la sociedad, entre otros.

## CAPÍTULO II LA PYME EN CHILE

Para determinar el comportamiento e importancia de las pequeñas y medianas empresas (Pyme) en la economía chilena, se ha utilizado una clasificación de las empresas según el volumen de ventas anuales que realizan, dado que este indicador entrega una medida bastante cercana al nivel de actividad desarrollado por cada empresa y de su potencial acceso al sistema financiero, a la tecnología y a la capacitación.

Siendo además, esa información la única disponible que hace referencia al universo de empresas del país.

Las subdivisiones por estratos según la definición de tamaño de empresas y que en su mayoría son utilizados actualmente en los programas de apoyo a la PYME se muestran en el cuadro 2.1.

**Cuadro 2.1. Clasificación según nivel de ventas**

Tamaño	Valor Ventas Anuales En Unidades De Fomento
Microempresa	Menos de 2.400
Pequeña Empresa	De 2.401 a 25.000
Mediana Empresa	De 25.001 a 100.000
Gran Empresa	Más de 100.001

Fuente: CORFO, sobre la base de información del Servicio de Impuestos Internos.

De éstas, 69.046 son empresas pequeñas y medianas.

Del total de empresas Pyme , 60.140 son pequeñas; es decir, facturan anualmente entre 2.400 y 24.000 UF. Las restantes 8.906 son medianas, con ventas anuales netas de hasta 100.000 UF.

Del universo total de empresas registradas en Chile durante el 2002, el mayor número de ellas se concentra en la microempresa, con 83.5 por ciento. La PYME, por su parte, representa 15.6 por ciento. Sumados ambos segmentos —microempresas y Pyme — llegan a constituir 99.1 por ciento del universo empresarial. El 1 por ciento restante, corresponde a grandes empresas. (Esta información se encuentra resumida en el cuadro 2.2 y figura 2.1).

**Cuadro 2.2. Distribución porcentual de empresas según tamaño**

## BONOS DE ALTO RENDIMIENTO: ¿UNA FORMA VIABLE DE FINANCIAMIENTO EN LA PEQUEÑA Y MEDIANA EMPRESA?

Tamaño	2002
Micro	83.5
Pequeña	13.6
Mediana	2
Pyme (Pequeña + Mediana)	15.6
Grande	1
TOTAL	100

Fuente: CORFO, sobre la base de información del Servicio de Impuestos Internos.

Fuente: CORFO, sobre la base de información del Servicio de Impuestos Internos.

En el período 2001-2002 las ventas nominales anuales aumentaron en todos los tamaños entre un 3.7 por ciento y 7.5 por ciento.

La mayoría de las Pymes estiman que sus precios de venta se han mantenido o aumentado débilmente en el periodo considerado en un 1.9 por ciento, mientras que el costo de sus insumos continuaron aumentando en todos los sectores en montos superiores al 7 por ciento. Esta evolución de los precios de compra y de venta es coherente con la idea de que las PYME S compran al por mayor con una variación del IPC en un año más del 8.4 por ciento y venden al por menor con una variación del IPC (transable) entre 2 por ciento y 2.5 por ciento también en 12 meses.

La evolución esperada de ambos precios se espera mantenga la tendencia. En el cuadro 2.3 se muestran los niveles de ventas obtenidos durante el 2002.

	Nº Empleados		Ventas Anuales		
	%	%	1000 UF	%	UF/empresa
sin Ventas	34,7	Excluidas	-	-	% < 1 UF
Microempresas	51,3	83,5	159.367,2	5,3	430,80
Pequeñas	8,4	13,6	456.887,4	5,7	7.254,51
Medianas	1,2	2,1	424.071,1	1,9	47.700,27
PYMES	9,6	15,6	981.753,8	18,1	17.480,90
Grandes	0,6	1,1	1.745.001,0	70,6	665.572,70
Excluidas por Ventas	61,3	100,0	4.766.457,9	100,0	10.751,30
Total	100,0				

Cuadro 2.3. Porcentaje de ventas

Fuente: Encuesta INE para CORFO y Banco Estado.

La Pyme en Chile se encuentra distribuida principalmente en los siguientes sectores: Minería, Industria, E.G.A, Construcción, Comercio por Menor, Comercio por Mayor, Restauran, Transporte. Encontrándose su principal participación en el Comercio por

Menor.(ver cuadro 2.4)

Sector	Mipyme			Pyme			Micro			Total			
	Porcentaje del Universo	Valor en millones de UF	Porcentaje del Sector	Porcentaje del Universo	Valor en millones de UF	Porcentaje del Sector	Porcentaje del Universo	Valor en millones de UF	Porcentaje del Sector	Porcentaje del Universo	Valor en millones de UF	Porcentaje del Sector	
Alimentación	1,5	740,5	5,90	1,1	5.498,0	49,75	1,5	5.498,0	52,25	0,0	1.000,0	100,0	2,5
Industria	1,1	1.000,0	8,71	1,0	11.000,0	72,7	1,0	11.000,0	91,0	0,0	1.000,0	100,0	1,0
Comercio	1,5	1.000,0	7,5	1,5	1.000,0	75,0	0,7	1.000,0	50,0	0,0	1.000,0	100,0	1,0
Construcción	1,5	1.000,0	6,00	1,5	1.000,0	66,6	1,1	1.000,0	45,4	1,5	1.000,0	100,0	1,5
Transporte	1,1	1.000,0	1,00	1,1	1.000,0	1,1	1,0	1.000,0	1,0	1,0	1.000,0	100,0	1,0
Com. Merc.	4,0	1.000,0	7,50	3,4	1.000,0	49,7	3,0	1.000,0	30,0	4,0	1.000,0	100,0	3,0
Restaurante	1,0	1.000,0	6,70	1,0	1.000,0	67,0	1,0	1.000,0	67,0	1,0	1.000,0	100,0	1,0
Tercer sector	1,5	1.000,0	5,5	1,4	1.000,0	71,4	1,0	1.000,0	70,0	1,0	1.000,0	100,0	1,0
Total	10,1	11.000,0	6,0	10,1	11.000,0	60,0	1,0	11.000,0	60,0	1,0	11.000,0	100,0	1,0

Cuadro 2.4. Distribución de la Pyme en los distintos sectores de la economía

Fuente: Encuesta INE para CORFO y Banco Estado.

## Situación Financiera

Durante el 2002 sólo el 51 por ciento de las Mipymes y el 62 por ciento de las Pymes tienen deudas; enseguida, resulta que de los porcentajes anteriores el 69 por ciento de las Mipymes y el 70 por ciento de las Pymes con deuda están interesadas en renegociar; esto corresponde al 35 por ciento y el 43 por ciento, para los dos conjuntos respectivamente, con respecto a sus universos.

De estas cifras se destaca la situación de la microempresa donde sólo el 42 por ciento tiene deudas, y de ellas están interesadas en renegociar el 68 por ciento, es decir, solo el 29 por ciento del total del universo. Al parecer, esta situación refleja más las mayores dificultades de acceso al crédito (restricción de la oferta) que de una situación satisfactoria (debilidad de la demanda). En efecto, las cifras muestran una clara correlación entre porcentajes de empresas con deuda y tamaño.

Los resultados indican que la proporción de las unidades con renegociación en curso o terminada es bastante estable. Solo el 22 por ciento de las Mipymes y 23 por ciento de las Pymes no habían iniciado el proceso en cuestión. La cobertura de las empresas que serán favorecidas con la renegociación, más del 50 por ciento del total de unidades interesadas se puede considerar satisfactoria.

El peso del servicio de la deuda (amortización, intereses, comisiones, penalidades, etc.) en el total de ventas, aunque continúa siendo elevado ha disminuido en varios puntos. De confirmarse una situación como esta sería necesario concluir que los términos de la renegociación produjeron un cierto alivio, aunque aún están lejos de resolver el problema estructural de financiamiento que padece una parte de estas empresas (Micros y Pymes) pero con un porcentaje más alto de las medianas.

## Financiamiento para las Pymes

Bien es sabido los efectos que contrajo la llamada "Crisis Asiática" y más en las Pymes, las cuales al no poder anticiparse y prepararse para esta crisis y sus consecuencias

obtuvieron diversos problemas como el de liquidez (descalce de flujos) y el encarecimiento de financiamiento de corto plazo principalmente, los que trajeron como efectos la renegociación de deudas, el aumento de Pymes en quiebra y la dificultad para el acceso a créditos de diversa índole.

Las Pymes, como toda empresa, requiere de flujos de efectivo para sus negocios, no solo para realizar los pagos varios que permiten su correcto funcionamiento día a día, sino que para afrontar los cambios de la industria de diversa índole, para desarrollarse y para crecer.

Para lograr estos objetivos es que las Pymes recurren a las distintas alternativas de financiamiento que poseen, que son:

- Préstamos Comerciales
- Créditos de Comercio Exterior
- Créditos Largo Plazo
- Patrimonio de la Empresa
- Nuevos aportes de Socios
- Proveedores (aumentan plazos en cuentas por pagar)
- Clientes (disminuyen plazos en cuentas por cobrar)

Pero si bien cuentan con estas posibilidades reales, muchas veces no alcanzan el óptimo en lo requerido para inversiones o solventar sus gastos e intereses, pues en los diversos créditos o préstamos bancarios a los que tienen acceso se ven limitados en montos, tasas y plazos por lo que implica ser una Pyme y las razones que la hacen fracasar, como son los problemas de la alta dirección, la falta de controles al interior de la empresa, los altos ratios de endeudamiento que pueden llegar a alcanzar (en instrumentos poco apropiados), mala planificación y, principalmente, lo que son los retiros de capital desmedidos por parte de los dueños de la empresa.

Todas estas razones hacen de la Pyme una empresa muy riesgosa y limita mucho las opciones que esta posee.

A continuación se muestran las principales opciones de financiamiento para la pequeña y mediana empresa en la actualidad.

### **Actuales opciones de financiamiento para la pequeña y mediana empresa**

Para poder financiar sus proyectos, la Pyme tiene algunas alternativas como son los instrumentos de fomento a la inversión ofrecidos por instituciones tales como CORFO y Banco Estado entre otras. Dentro de estos instrumentos destacan líneas de crédito y fondos de garantía entre otros.

A continuación se presentan dichos instrumentos centrandó la atención en los de uso más común.

### **Financiamiento a través de CORFO**

**1.- Nombre del Instrumento:** Financiamiento de Inversiones de Medianas y Pequeñas Empresas. (Línea de Crédito B. 11)

**Objetivo:**

Línea de crédito que tiene por objetivo financiar a largo plazo inversiones en activos fijos requeridas por las empresas para el desarrollo de sus actividades productivas, a través de créditos otorgados por los bancos comerciales con recursos de CORFO.

Es un crédito hasta por US\$ 5 millones, incluyendo hasta 30 por ciento para capital de trabajo, con plazos de pago de 2 a 10 años y períodos de gracia de hasta 24 meses, otorgado en dólares o en unidades de fomento, a tasa de interés fija o variable.

**Empresas que pueden acceder:**

Empresas chilenas que desarrollen actividades productivas en los siguientes sectores: industria, agricultura, ganadería, silvicultura, pesca, minería, turismo, educación, salud, servicios de ingeniería y otros servicios calificados por CORFO, con ventas anuales de hasta US\$ 30 millones. Este tope no rige en el caso de préstamos destinados exclusivamente a la compra de bienes de capital y servicios de ingeniería chilenos con una integración nacional de 50 por ciento.

**Operaciones que financia:**

Inversiones en maquinarias, instalaciones, construcciones, obras civiles, plantaciones (excepto cultivos anuales), ganado (excepto el de engorda) y servicios de ingeniería y montaje, incluyendo capital de trabajo asociado, como asimismo inversiones requeridas para descontaminación y mejoramiento del medio ambiente. No financia la compra de acciones o participaciones, de bienes raíces, de vehículos de transporte terrestre, como tampoco la ejecución de proyectos inmobiliarios.

**2.-Nombre del Instrumento:** Financiamiento de Inversiones de Protección Medioambiental de Medianas y Pequeñas Empresas. (Crédito Ambiental B. 14)

**Objetivo:**

Su objetivo es financiar a largo plazo, mediante créditos bancarios y operaciones de leasing, las inversiones que realicen medianas y pequeñas empresas, destinadas a producir más limpio y a cumplir la normativa medioambiental.

Esta línea es financiada con un préstamo de Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW) de Alemania.

Es un financiamiento en la forma de crédito bancario u operación de leasing, por un monto máximo de US\$ 1.000.000, por empresa, otorgado en unidades de fomento o dólares. Tiene plazos de pago entre 3 y 12 años, incluyendo períodos de gracia de hasta 30 meses para el pago de capital.

Cada préstamo financia hasta 80 por ciento del total de la inversión. Hasta 30 por ciento de esa cantidad puede destinarse al capital de trabajo requerido para la puesta en operaciones del proyecto. Alternativamente, es posible dedicar ese 30 por ciento a financiar inversiones en bienes y servicios que, sin ser parte del proyecto medioambiental, la empresa efectúa de modo paralelo, también con el fin de mejorar sus procesos productivos.

Los préstamos son otorgados a tasa de interés fija. CORFO fija trimestralmente (los días 15 de enero, 15 de abril, 15 de julio y 15 de octubre) las tasas con que traspasará los recursos a los bancos y compañías de leasing durante los 90 días siguientes. A esta tasa, los bancos agregan el margen o spread que cobran por su intermediación.

**Empresas que pueden acceder:**

Empresas privadas (personas jurídicas o personas naturales con giro) productoras de bienes o servicios con ventas anuales no superiores al equivalente de US\$ 30.000.000, excluido el IVA.

El financiamiento no tiene restricciones por sectores productivos, por lo que puede aplicarse a inversiones de mejoramiento ambiental de la industria, agricultura, minería, pesca, turismo, salud, servicios y otros rubros.

**Operaciones que financia:**

Inversiones que realicen medianas y pequeñas empresas, destinadas a:

- La aplicación o introducción de tecnologías ambientales preventivas, que prevengan en su origen la generación de residuos asociados a los procesos, productos y servicios, a fin de aumentar la eficiencia y aminorar los riesgos tanto para la salud humana como para el ambiente.
- La reducción de la contaminación ambiental mediante el tratamiento preventivo o correctivo de emisiones gaseosas, así como de residuos sólidos y líquidos originados por los procesos productivos o asociados a ellos.
- La disminución de la contaminación acústica provocada por los procesos productivos.
- La racionalización del consumo de energía o la sustitución por energías más limpias.
- La adquisición de instrumental de medición, ensayo y análisis de las emisiones u otras fuentes de contaminación causadas en la empresa y su entorno.
- La relocalización, por razones ambientales o por exigencias de ordenamiento urbano, de empresas cuyos procesos productivos contemplen la incorporación de tecnologías limpias, incluyendo los recursos para las obras de montaje y de infraestructura física requeridas.
- La compra de equipamiento para la protección laboral que reduzca la contaminación en los lugares de trabajo.
- El equipamiento para la producción de bienes ambientales chilenos con alto contenido tecnológico.

No pueden financiarse con cargo a esta línea:

- La compra de terrenos e inmuebles, salvo en el caso de proyectos de relocalización de empresas por razones medioambientales.
- Inversiones destinadas a producir materiales que, de acuerdo al Protocolo de Montreal, contribuyen a la destrucción de la capa de ozono o que violen acuerdos internacionales y normas de protección ambiental.

- Inversiones destinadas a producir asbesto o en las que se utilice dicho material.
- Inversiones en empresas que procesen maderas de bosques nativos, a excepción de aquellas producidas a través de un manejo sostenible del bosque con sello de calidad.
- Inversiones en empresas mineras que utilicen mercurio.
- La producción de armas, municiones o material bélico.
- La compra de bienes de capital usados, excepto bienes de capital importados específicamente para el proyecto.

**3.- Nombre del Instrumento:** Línea de Financiamiento de Operaciones de Leasing para Pequeñas Empresas. (Línea A.3)

**Objetivo:**

Financia el arrendamiento con opción de compra de equipos, maquinarias y bienes de capital nuevos. Se incluyen los servicios anexos para su instalación y montaje, así como también de construcciones y obras civiles destinadas a los fines productivos de medianas y pequeñas empresas.

Es un financiamiento de hasta 100 por ciento del valor de los bienes y servicios elegibles, cuyo valor de compra, excluido el IVA, no exceda de UF 15.000. Se otorga en dólares o en unidades de fomento. Considera plazos de pago de entre 3 y 5 años, tasa de interés fija.

**Empresas que pueden acceder:**

Empresas privadas, personas jurídicas o naturales, legalmente establecidas en Chile, con ventas anuales no superiores a UF 100.000, excluido el IVA, que adquieran bienes de capital, maquinarias o equipos nuevos a través de bancos y compañías de leasing.

No obstante lo anterior, CORFO podrá aprobar el financiamiento de operaciones por un monto superior a UF 15.000 ó también a empresas con ventas anuales superiores a UF 100.000, en los casos que la adquisición de bienes o servicios corresponda a proyectos nuevos, relocalizaciones de empresas o ampliaciones sustanciales destinadas a incorporar nuevas líneas de producción o abarcar nuevos mercados.

**Operaciones que financia:**

La compra -a través del mecanismo de arrendamiento con opción de compra- de bienes de capital, maquinarias o equipos nuevos, incluyendo los servicios anexos para su instalación y montaje y/o construcciones y obras civiles orientadas a fines productivos.

No financia el arrendamiento en forma de leasing de bienes inmuebles (salvo en los casos de empresas obligadas a relocalizarse por normativa ambiental), vehículos de uso personal y bienes de capital usados (excepto que la empresa beneficiaria tenga ventas anuales inferiores a UF 25.000).

**4.- Nombre del Instrumento:** Financiamiento al Comprador Extranjero de Bienes Durables y Servicios de Ingeniería Chilenos. (Línea de Crédito B. 21)

**Objetivo:**

Permite al productor chileno de bienes de capital, bienes de consumo durables, servicios de ingeniería, consultoría y otros, ofrecer a su comprador extranjero financiamiento de largo plazo, constituyendo un efectivo apoyo para abrir nuevos mercados externos. El crédito es otorgado por bancos comerciales con recursos proveídos por CORFO.

Es un crédito en dólares, sin restricción de monto, con plazos de pago de entre 1 y 10 años y períodos de gracia de hasta 30 meses, a tasa fija o flotante, que financia hasta el 100 por ciento de la operación de exportación.

Permite incluir un monto adicional equivalente al 20 por ciento del valor de la exportación, para financiar gastos de instalación, montaje y otros en el país de destino, lo que lo hace especialmente adecuado para el suministro de plantas llave en mano. A través de su banco, el productor recibe el pago total del suministro al momento de efectuar la exportación, sin quedar involucrado en la operación de crédito.

**Empresas que pueden acceder:**

Empresas chilenas proveedoras de bienes durables y de servicios de ingeniería y de consultoría, sin restricción de tamaño.

**Operaciones que financia:**

Créditos a largo plazo otorgados a compradores extranjeros para la adquisición de bienes nuevos de capital y de consumo durables, producidos en Chile, con al menos 40 por ciento de integración nacional, y servicios de ingeniería y consultoría chilenos reconocidos como exportación por el Servicio Nacional de Aduanas.

**5.- Nombre del Instrumento:** Financiamiento de Insumos de Producción en Chile y Gastos de Comercialización en el Extranjero. (Línea de Crédito B. 22)

**Objetivo:**

Permite a los exportadores no tradicionales chilenos financiar a largo plazo la adquisición de insumos de producción, como asimismo las inversiones necesarias para instalar en el extranjero infraestructuras de comercialización, a través de créditos otorgados por los bancos comerciales con recursos de CORFO.

Es un crédito de hasta US\$ 3 millones, otorgado en dólares o en unidades de fomento, con tasa de interés fija o variable, plazos de pago de 2 a 8 años y períodos de gracia hasta de 18 meses. Los créditos para insumos están condicionados a que la empresa demuestre que es exportadora.

**Empresas que pueden acceder:**

Empresas chilenas con ventas anuales no superiores a US\$ 30 millones, productoras de bienes o servicios exportables correspondientes a rubros no tradicionales y sus comercializadoras que se instalen en el extranjero.

**Operaciones que financia:**

La adquisición de insumos de producción (materias primas, materiales, partes, piezas, repuestos y servicios) necesarios para la fabricación de bienes y servicios exportables correspondientes a rubros no tradicionales, como asimismo inversiones,

capital de trabajo, gastos de venta y gastos generales y administrativos que se requieran para instalar en el extranjero una oficinas de representación, locales de venta, recintos de almacenaje y otros destinados a comercializar productos y servicios que tengan el carácter de exportaciones no tradicionales.

#### **6.- Cobertura de Proyectos de Inversión. (Sucoinversión)**

Facilita el financiamiento de proyectos de inversión de pequeñas y medianas empresas, a través del sistema financiero.

Es una cobertura de riesgo de no pago, otorgada por CORFO, a créditos u operaciones de leasing que realicen instituciones financieras (bancos, empresas de leasing y compañías de seguros) a pequeñas y medianas empresas, la cual permite complementar las garantías entregadas por estas empresas a la institución financiera.

El monto de la cobertura de CORFO llega hasta 60 por ciento del saldo insoluto, con un tope de 30 por ciento del monto original del crédito.

#### **Empresas que pueden acceder:**

Pequeñas y medianas empresas privadas con ventas anuales netas de hasta UF 1.000.000.

En caso de empresas con ventas anuales entre UF 25.001 y UF 1.000.000, podrán acceder sólo aquellas con proyectos que cumplan con alguno de los siguientes requisitos:

- Corresponder a programas de inversión o sectores priorizados del Programa TODOCHILE de CORFO o estar incorporados a un Programa Territorial Integrado (PTI).
- Estar destinados a la producción o comercialización de bienes o servicios producidos en el país cuyo destino sean los mercados externos.
- Tener como objetivo la contribución a mejorar el medio ambiente.
- Corresponder a empresas constituidas en un Programa Asociativo de Fomento (PROFO) de CORFO o Sercotec.
- Proyectos innovadores, declarados elegibles por Fontec o FDI de CORFO.

También pueden acceder empresas nuevas cuyas proyecciones de venta para los tres primeros años de operación cumplan con los requisitos antes indicados.

#### **Operaciones que financia:**

La cobertura es aplicable a las operaciones de crédito o de leasing cuyo monto sea superior a UF 5.000 y en las cuales el inversionista aporte al menos el 20 por ciento de los recursos de la inversión del proyecto.

Las operaciones acogidas a la cobertura Sucoinversión deben estar orientadas específicamente al financiamiento de inversiones nuevas, pudiendo incluir un monto destinado al capital de trabajo requerido para la puesta en marcha del proyecto, equivalente hasta el 30 por ciento del monto de la operación.

Los créditos deben ser desde cinco años plazo y las operaciones de leasing, desde 3 años plazo, las que no pueden estar acogidas a la garantía FOGAPE.

## BONOS DE ALTO RENDIMIENTO: ¿UNA FORMA VIABLE DE FINANCIAMIENTO EN LA PEQUEÑA Y MEDIANA EMPRESA?

La cobertura tiene un carácter estrictamente contingente. Su desembolso se produce sólo en caso de incumplimiento del deudor en el pago de sus obligaciones con el intermediario financiero y una vez agotadas las instancias de cobranza judicial en los términos que establece el reglamento del programa.

En el siguiente cuadro se puede apreciar el conocimiento de los instrumentos de CORFO para las Pymes. (Ver cuadro 2.5)

**Cuadro 2.5. Empresas con conocimiento, utilización y evaluación de los instrumentos de fomento productivo de CORFO en el año 2003 por tamaño y según sectores económicos**

Tamaño	Pequeñas (P)			Pequeñas (G)			Medianas (P)			Medianas		
	% Conoce	% Ha Utilizado	Promedio	% Conoce	% Ha Utilizado	Promedio	% Conoce	% Ha Utilizado	Promedio	% Conoce	% Ha Utilizado	Promedio
Minería	28,8	11,3	2,2	30,6	12,2	3,1	44	20	3,3	46,7	6,7	3
Industria	23,9	12,8	3	47,4	30,3	2,9	58,1	37,1	3,3	48,8	24,4	3,1
E.G.A	16,4	9,6	2,9	13,6	4,5	3	27,3	9,1	4	36,4	9,1	0
Construcción	23,3	4,9	3,2	42,5	18,8	3,2	52,8	22,2	3,1	40	15,6	16,7
C. Mayor	41	13,7	3,2	29,6	9,9	3,4	28,8	9,6	2,4	29,8	12,8	15,1
C. Menor	27,1	8,5	3,2	37,5	12,5	3,4	41,5	9,4	3,2	43,9	9,8	7,1
Restaurant	37,4	12,2	3,1	49,3	26,9	2,9	34,1	20,5	2,4	33,3	23,3	12,5
Transporte	37,1	12,1	2,9	36,5	17,5	3,4	34,7	16,3	3,5	48,7	15,4	16
Total (CORFO)	30	10,3	3,1	39	17,8	3,2	42,8	18,2	3,1	41,5	15,4	15,8

Fuente: Encuesta INE para CORFO y Banco Estado.

### Financiamiento Bancario

Las distintas Pymes del país usualmente necesitan de financiamiento para poder desarrollar diversos proyectos o financiar las operaciones propias del giro, una opción de financiamiento muy recurrida en la actualidad es la de los créditos bancarios, pero, en este punto suelen aparecer preguntas como ¿Qué monto es necesario solicitar?, ¿a qué tasa endeudarse? o simplemente ¿Qué requisitos debo cumplir para poder acceder a los distintos créditos?

Con respecto a esta última pregunta hay que decir que existen diversos factores críticos que determinan si una empresa es o no lo suficientemente sólida para poder solventar este tipo de créditos, clasificándolas y dándole distintos montos de créditos a los que pueden acceder y sus respectivos precios (tasas y spreads). Estos Factores críticos son:

- Morosidad de la Empresa, sus Socios y principales Ejecutivos (Dicom, Casas Comerciales, Boletín Labor, etc.)
- Historia de Comportamiento previa con los distintos Bancos.
- Conocimiento del Negocio (experiencia en el rubro)

- Dado el alto índice de quiebras en Empresas con menos de 2 años de antigüedad
- Situación Financiera adecuada

(Índices financieros, endeudamiento, liquidez, patrimonio, etc.)

- Flujo de Caja sano y proyecciones realistas.
- Sector Industrial en el que se desenvuelve y sus características.

(existen sectores más riesgosos)

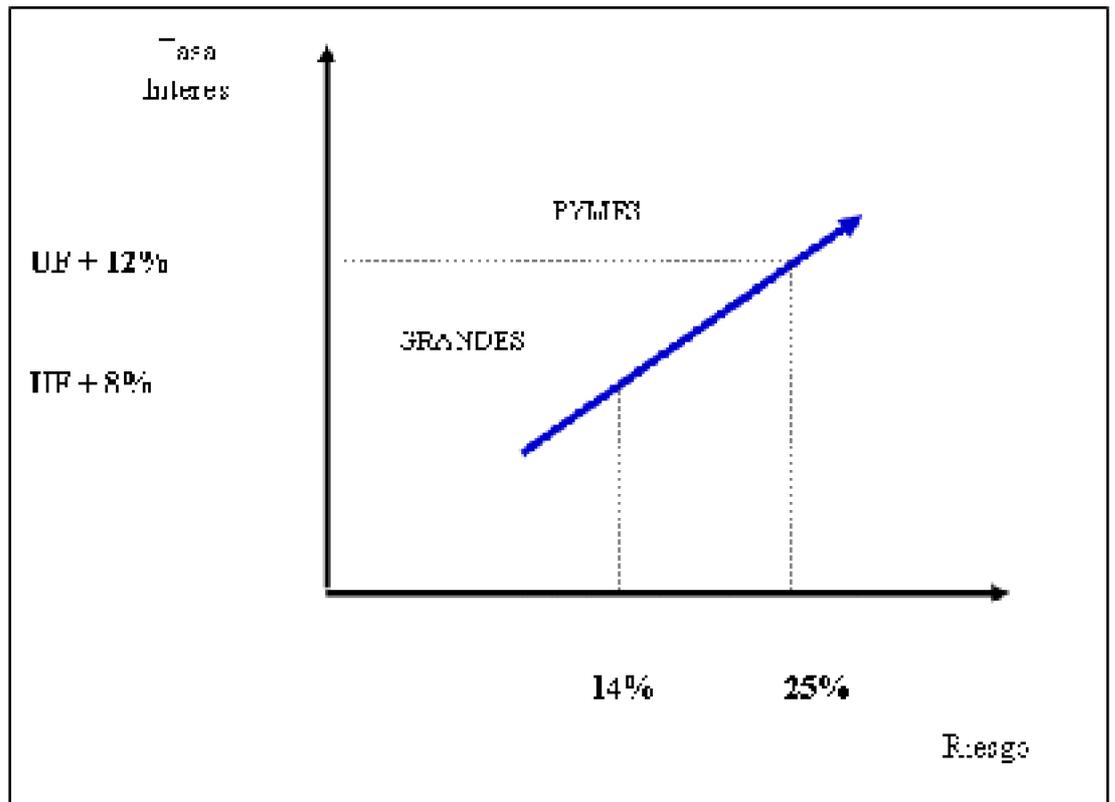
- Claridad en el destino del Crédito (capital de trabajo, inversión)
- Relación de Garantías / Deuda razonable

De esto mismo podemos inducir que son cuatro los elementos relacionados al riesgo de las Pymes que determinan que el acceso a cualquier tipo de financiamiento y que pueda ser más caro y complejo para ellas en términos comparativos:

- En general existe menos información histórica del negocio que en grandes empresas.
- Tienen por lo general menos información de gestión financiera - contable que las grandes empresas.
- En general tienen menos garantías reales que las grandes empresas.
- Sus flujos de caja por lo general son menos predecibles.

Estos elementos hacen que las Pymes en comparación a las grandes empresas y dado el papel fundamental que juega la asimetría de información en los distintos mercados tengan un costo de endeudarse mucho mayor.

Todo esto hace que la estructura del interés sea como se muestra en la figura 2.2.



*Figura 2.2. Estructura de la tasa de interés*

Fuente: Estudio de Pymes de ArthurAndersen.

A continuación procederemos a ver las alternativas que presentan para las Pymes algunos de los Bancos más importantes del país.

### **Banco Estado**

El Banco Estado durante mucho años ha prestado distintas opciones de financiamiento a las Pequeñas y Medianas empresas del país.

Para las pequeñas empresas, el Banco presenta distintas tasas a los diferentes créditos solicitados por las empresas, dependiendo de la clasificación que tengan dados los antecedentes que cada empresa posea, ya que para otorgar los distintos créditos se les exige a las empresas poseer al menos un año de antigüedad en el mercado y cierto nivel de ventas en unidades de fomento para ajustar la tasa más adecuada, sin embargo para créditos solicitados que excedan las 2.000 UF, se exigen mayores niveles de antigüedad para disminuir el riesgo de no pago.

A la fecha, las opciones de créditos por montos y tasas son las que se muestran en el cuadro 2.6.

Tasa		
- Cliente Común	89 días (Corto Plazo)	1.2 %
- Cuenta Corriente	< 200 UF	2.2 %
	> 200 UF < 5.000 UF	1.7 %
	> 5.000 UF	0.86 %
- Oferta Prime	(Empresas con Ventas > 10000 UF)	0.87% y 0.93%
- 90 Días o más (Largo Plazo)		
- Preferencial	< 200 UF	1.45 %
	> 200 UF < 5.000 UF	1.45 %
	> 5.000 UF	0.865 %
- Súper Preferencial	< 200 UF	1.25 %
	> 200 UF < 5.000 UF	1.25 %
	> 5.000 UF	0.865%
- Prime		1.15 %

Cuadro 2.6. Opciones de Créditos para las Pymes

Fuente: Banco Estado de Chile.

Adicionalmente, los créditos superiores a cuatro años que ofrece el Banco estado son los siguientes y todos son una tasa del 8.25 por ciento anual:

- Crédito en Pesos
- Crédito Reajutable en UF
- Crédito Capital de trabajo (máximo 2 años)
- Compra de Activos

Para la entrega de los distintos créditos, se cuenta con el apoyo o respaldo del Fondo de Garantía para Pequeños Empresarios (FOGAPE), como garantía para que las Pymes puedan satisfacer las necesidades de créditos si no poseen los bienes que le sirvan de garantía o que tales bienes sean insuficientes.

A este fondo de garantía pueden acceder:

- Pequeños y Microempresarios, de cualquier sector de la economía, productores de bienes o servicios, con la siguiente restricción de ventas:
  - Empresarios no agrícolas, con ventas netas anuales inferiores a UF 25.000
  - Empresarios Agrícolas, con ventas netas anuales que no excedan de UF 14.000

## BONOS DE ALTO RENDIMIENTO: ¿UNA FORMA VIABLE DE FINANCIAMIENTO EN LA PEQUEÑA Y MEDIANA EMPRESA?

Organizaciones de pequeños empresarios, entidades sin fines de lucro sin límite de ventas, no hay límites de ventas para estas organizaciones, pero deben estar compuestas por 2/3 de personas que deben ser pequeños empresarios que no superen los límites de ventas.

Exportadores, con 2 años de antigüedad y por un valor promedio FOB máximo de US\$ 16.700.000 anuales.

Los requisitos para acceder a este Fondo son dos, el primero es ser Clasificado en categoría A o B de riesgo, según la SBIF; y poseer informes comerciales favorables.

La finalidad de otorgar este beneficio es que los pequeños empresarios puedan obtener créditos principalmente para proyectos de inversión (compra de maquinarias, instalaciones, locales, etc.) y para Capital de Trabajo (adquisición de insumos, existencias, pagar sueldos, etc.).

El FOGAPE garantiza hasta el 80 por ciento del crédito, el que puede ser menos dependiendo del resultado de las licitaciones de la garantía y del tipo, plazo y monto del crédito. Los montos límites del crédito son:

- Hasta UF 5.000 para pequeños empresarios agrícolas y no agrícolas
- Hasta UF 24.000 para organizaciones de pequeños empresarios elegibles.
- Hasta UF 4.810 (expresado en pesos o en dólares) para los exportadores.

En el cuadro 2.7 se muestra el conocimiento que tienen las Pymes sobre los instrumentos de fomento que ofrece el Banco Estado.

**Cuadro 2.7. Instrumentos de apoyo financiero del banco estado según tamaño y sectores de la economía**

	Pequeñas (P)			Pequeñas (G)			Medianas (P)			Medianas (G)		
	% Conocido	% Ha utilizado	Efecto Prom	% Conocido	% Ha utilizado	Efecto Prom	% Conocido	% Ha utilizado	Efecto Prom	% Conocido	% Ha utilizado	Efecto Prom
Minería	33,8	16,3	3,4	16,3	6,1	2,7	20,0	12,0	2,7	13,3	0,0	0,0
Industria	17,4	6,4	3,9	14,5	3,9	3,0	22,6	3,2	3,5	19,5	4,9	3,5
F.G.A.	24,7	15,1	3,3	36,4	27,3	3,7	18,2	0,0	0,0	0,0	1,0	0,0
Construcción	24,3	10,7	3,3	27,5	5,0	3,8	19,4	0,0	0,0	11,1	0,0	0,0
C. Mayor	25,6	6,8	3,6	16,9	5,6	3,8	21,2	5,7	3,5	8,5	0,0	0,0
C. Menor	28,8	7,6	3,3	19,4	6,9	2,6	34,0	7,7	3,7	26,8	4,9	4,0
Restaurant	18,3	3,1	2,5	17,9	3,0	2,0	9,1	0,0	0,0	10,0	3,3	4,0
Transporte	32,1	7,9	3,3	17,5	3,2	4,0	22,4	4,1	3,5	28,2	0,0	0,0
Total Banco Estado	25,6	7,5	3,5	18,7	5,2	3,2	24,6	4,4	3,5	18,4	2,5	3,8

Fuente: Encuesta INE para CORFO y Banco Estado.

### BBVA Banco BHIF y BCI

Los Bancos Bhif y el de Créditos e Inversiones cuentan con una amplia gama de productos y servicios para satisfacer las distintas necesidades financieras de las empresas muy similares entre ellas. Entre estos servicios se pueden contar principalmente:

- Créditos comerciales con garantía FOGAPE para capital de trabajo.
- Financiamiento de equipos y maquinarias, tanto nuevos como usados, vía Leasing o créditos comerciales.
- Financiamiento de importaciones y exportaciones.
- Financiamiento de propiedades, sitios o locales comerciales vía Leasing comercial o vía crédito hipotecario de fines generales.

Los precios para los créditos corresponden a los señalados en el cuadro 2.8 y son muy similares en ambos Bancos

Precios para créditos comerciales en Pesos			
	Tramos detallados por monto y Plazo		
	Hasta UF 200 o hasta MML\$ 3,2	Entre UF 200 y UF 5,000 o entre MML\$ 4 3,2 a MML\$ 80	Mas de UF 5,000 o más de MML\$ 80
Tramos entre 1 y 35 días			
Tasa Nominal Mensual	1,300 %	1,25 % a 1,30 %	Círculo de Precios
Tasa efectiva anual	16,765 %	16,075 % a 16,765 %	Círculo de Precios
Tasa Nominal Anual	15,60 %	15,00 % a 15,6 %	Círculo de Precios

Precios para créditos comerciales Reajustables UF			
	Tramos detallados por monto y Plazo		
	Hasta UF 200 o hasta MML\$ 3,2	Entre UF 200 y UF 5,000 o entre MML\$ 3,2 MML\$ 80	Mas de UF 5,000 o más de MML\$ 80
Entre 90 y 179 Días	7,98%	7,98%	7,98%
Entre 180 y 360 Días	Círculo de Precios	Círculo de Precios	Círculo de Precios
Tasa Nominal Mensual	Círculo de Precios	Círculo de Precios	Círculo de Precios
Tasa Nominal Anual	Círculo de Precios	Círculo de Precios	Círculo de Precios

Precios para crédito comerciales con tasa Variable (Tab+Spread)			
	Tramos detallados por monto y Plazo		
	Hasta UF 200 o hasta MML\$ 3,2	Entre UF 200 y UF 5,000 o entre MML\$ 3,2 MML\$ 80	Mas de UF 5,000 o más de MML\$ 80
Spread sobre la TAB	Círculo de Precios	Círculo de Precios	Círculo de Precios

*Cuadro 2.8. Precios de Créditos*

Fuente: Banco de Crédito e Inversiones y Banco Bhif.

Siendo la tasa máxima convencional para operaciones en moneda nacional hasta 90 días y bajo UF 5000 igual a 1.3025 por ciento mensual y la tasa máxima convencional para operaciones en moneda nacional hasta 90 días y sobre UF 5000 igual a 0.4775 por ciento mensual.

Sobre 90 días las tasas máximas legales en pesos son:

Hasta UF 200: 39.87% anual, ó un 3.3225% mensual

Entre UF 200 y UF 5.000 24.90% anual, ó un 2.0750% mensual

Más de UF 5.000 10.38% anual, ó un 0.8650% mensual

La tasa máxima legal para operaciones en moneda nacional (UF) menores a un año es 7.98 por ciento mensual y la tasa máxima legal para operaciones en moneda nacional (UF) mayores a un año es 8.25 por ciento y la máxima para operaciones en dólares en 4.02 por ciento anual.

Circuito de precios corresponde a uno de los departamentos del Banco Bhif, que es el responsable de evaluar los distintos antecedentes legales y financieros de cada empresa con el fin de determinar montos, plazos y/o tasas adecuadas para cada tipo de empresa, es por esto que no puede detallarse en las tablas, pues son muy variables dependiendo del cliente (empresa) que solicite el crédito.

### **Banco Santander-Santiago**

Las tasas de este Banco no son significativamente superiores a la de los Bancos vistos anteriormente, pero se puede destacar que el Banco Santander-Santiago es el principal operador de créditos CORFO para distintas empresas, colocando desde 1998 más de MM\$ 30.250 en préstamos con el 22 por ciento del número de operaciones, durante el 2000 colocaron más de MM\$ 1.100 en créditos CORFO a Pequeñas Empresas. Adicionalmente el Banco es líder en colocaciones con cobertura FOGAPE

El cuadro 2.9 muestra a nivel general los diferentes instrumentos de financiamiento para las Pymes y su conocimiento. El cuadro 2.10 señala los instrumentos de apoyo financiero del Banco Estado por sectores.

Cuadro 2.9. Conocimientos de Instrumentos de Fomento para PYMEs. (este cuadro no se avanza a ver completo y si se utiliza el programa MWSNAP no queda muy bien)

PARTE I FINANCIAMIENTO DE LA PEQUEÑA Y MEDIANA EMPRESA EN CHILE

	Pequeñas (P)			Pequeñas (G)			Medianas (P)			Medianas		
	% Conocido	% Ha utilizado	Efecto Prom	% Conocido	% Ha utilizado	Efecto Prom	% Conocido	% Ha utilizado	Efecto Prom	% Conocido	% Ha utilizado	Efecto Prom
CORFO	30,0	10,3	3,1	39,0	17,8	3,2	42,8	18,2	3,1	41,5	15,4	2,7
SERNOTEC	11,3	0,6	3,9	10,6	1,1	4,0	11,4	0,3	3,0	9,7	0,3	4,0
ENAMI	27,5	16,3	3,3	22,4	12,2	3,8	24,0	8,0	2,5	26,7	20,0	4,0
Bco. Estado	25,6	7,5	3,5	18,7	5,2	3,2	24,6	4,4	3,5	18,4	2,5	3,8
SENCE	42,5	19,5	3,2	47,1	23,3	3,4	49,7	27,2	3,4	53,7	38,4	3,4

Nota: Los promedios son de 0 a 4.

Fuente: Encuesta INE para CORFO y Banco Estado.

Sector	Financiamiento						Mantenimiento						Total		
	% Conocido	% Ha utilizado	Efecto Prom	% Conocido	% Ha utilizado	Efecto Prom	% Conocido	% Ha utilizado	Efecto Prom	% Conocido	% Ha utilizado	Efecto Prom	% Conocido	% Ha utilizado	Efecto Prom
Industria	31,1	11,1	3,1	37,2	17,8	3,2	42,8	18,2	3,1	41,5	15,4	2,7	48,0	20,4	3,1
Comercio	22,2	8,2	3,1	28,3	12,3	3,2	34,4	12,4	3,0	39,5	14,5	3,0	45,6	18,6	3,0
Transporte	15,5	5,5	3,1	21,6	9,6	3,2	27,7	10,7	3,1	33,8	13,8	3,0	40,0	16,0	3,0
Construcción	27,7	16,7	3,3	33,8	17,8	3,4	39,9	19,9	3,5	46,0	22,0	3,6	52,1	28,1	3,7
Alimentación	29,9	18,9	3,4	36,0	19,0	3,5	42,1	21,1	3,6	48,2	24,2	3,7	54,3	30,3	3,8
Restaurante	33,3	21,3	3,5	39,4	22,4	3,6	45,5	24,5	3,7	51,6	27,6	3,8	57,7	33,7	3,9
Trabajo	35,5	23,5	3,6	41,6	24,6	3,7	47,7	26,7	3,8	53,8	29,8	3,9	60,0	36,0	4,0
Total	25,6	7,5	3,5	31,7	15,7	3,6	37,8	17,8	3,7	43,9	19,9	3,8	50,0	22,0	3,9

Cuadro 2.10. Instrumentos de apoyo Financiero del Banco Estado

Fuente: Encuesta INE para CORFO y Banco Estado.



# PARTE II. BONOS DE ALTO RENDIMIENTO Y SU FUNCIONAMIENTO EN EL MERCADO DE ESTADOS UNIDOS

## CAPÍTULO III MODELOS ECONÓMICOS DE LOS BONOS DE ALTO RENDIMIENTO

### **Características del rendimiento de los bonos de bajo grado y su riesgo**

---

Los inversionistas institucionales cada vez se encuentran más dispuestos a tomar en cuenta inversiones que tradicionalmente se han considerado muy riesgosas. La razón es que dichos instrumentos, aunque riesgosos, pueden producir portafolios financieros al ser combinadas con otros activos, de hecho, si la diversificación elimina gran parte de los riesgos de los bonos individuales, entonces los bonos de baja calificación (bajo grado) podrían tener un lugar en los portafolios financieros conservadores, si esto se consigue o no depende de su perspectiva de riesgo y de las características de rendimiento.

## Los Datos

Un acercamiento común para describir el riesgo y las características del retorno es mediante el análisis de índices de mercado. Desafortunadamente, no hay índices aceptados para los bonos de bajo grado. Aunque existen índices, algunos inversionistas los han criticado ya que se han construido en base a precios estimados y no a precios en que podrían ser transados en el mercado.

Los hermanos Drexel y Salomon Burnham construyeron índices de alto rendimiento, basándose en los datos que ellos proveen para el periodo Diciembre de 1981 a Diciembre de 1987 y utilizando solo los índices calculados para los bonos que satisfagan las siguientes características (1) mayores que \$25 millones; (2) mayor (o igual) a 10 años de madurez; y (3) no convertibles. En base a lo anterior, se construyó un índice denominado B-K que calcula mensualmente los retornos totales utilizando el promedio de los precios para ambas submuestras de Drexel y Salomon. De esta manera se obtiene un índice representativo ampliamente diversificado del mercado de bajo grado.

Los resultados se muestran en el cuadro 3.1

**Cuadro 3.1. Retornos Mensuales – Enero 1982 a Diciembre 1987**

Portafolio	Mediana Geométrica (porcentaje)	Mediana Aritmética (porcentaje)	Desviación Estándar (porcentaje)	Autocorrección de primer orden
B-K Bonos bajo-grado	1.26	1.29	2.32	0.31
Bonos alto-grado	1.41	1.46	3.23	0.13
Gobierno larga-duración	1.33	1.39	3.64	0.04
Documentos de Tesorería	0.65	0.65	-	-
S&P 500	1.34	1.47	5.20	0.06

Correlaciones entre los índices de los retornos			
Portafolio	Alto-grado	Gobierno larga-duración	S&P 500
B-K Bonos bajo-grado	0.71	0.61	0.53
Bonos alto-grado		0.92	0.29
Gobierno larga-duración			0.31

Fuente: The High Yield Debt Market: Investment Performance and Economic Impact, Edward I. Altman (Editor)

Los bonos de bajo grado experimentaron menos volatilidad, o riesgo, que los bonos de alto grado, según las desviaciones estándar del retorno mensual. Una posible explicación puede ser que los bonos de bajo grado, tienen cupones más altos, y duraciones más bajas que los bonos de alto grado, por lo tanto son menos sensibles a los movimientos de la tasa de interés y tienen variabilidad más baja ante los cambios del precio. Otra explicación puede ser que gran parte del riesgo de los bonos de bajo grado

es de una empresa específica y se puede eliminar a través de la diversificación.

Los coeficientes de correlación sugieren que los bonos de bajo grado, de alto grado, o los de gobierno serían instrumentos eficaces de diversificación, lo mismo ocurre con las acciones. Dentro del mercado de los bonos, la correlación relativamente baja de los bonos de bajo grado con los de alto grado o los bonos de gobierno indican que la inclusión de bonos de bajo grado con los de alto grado o los bonos del gobierno daría lugar a la diversificación de un portafolio.

El cuadro 3.2 muestra que el coeficiente beta es 0.24 para los bonos de bajo grado y 0.18 para los bonos de alto grado, indicando que su volatilidad de mercado es alrededor de 15 a 25 por ciento del de la bolsa. Los coeficientes de alfa para ambas clases de bonos son positivos. Aunque alfa para los bonos de alto grado es mayor que para los bonos del bajo grado, un alfa positivo para cierto instrumento de inversión significa que un inversionista que tiene actualmente el S&P 500 podría obtener una tasa de retorno más alta sin el aumento correspondiente en el riesgo reduciendo su inversión en el índice y cambiando el curso de la inversión bajo consideración. (El coeficiente alfa por sí mismo no indica qué proporción del portafolio se debe cambiar).

$$R_{pt} = R_{ft} + \alpha + \beta (R_{mt} - R_{ft}) + e_{pt}$$

Portafolio	Alfa (porcentaje)	Error Estándar	Beta (porcentaje)	Error Estándar	R <sup>2</sup>
B-3 Bonos bajo-grado	0.45	(0.23)	0.24	(0.04)	0.29
Bonos alto-grado	0.56	(0.37)	0.18	(0.07)	0.08

Cuadro 3.2. Características lineales estimadas – Enero 1982 a Diciembre 1987

Fuente: The High Yield Debt Market: Investment Performance and Economic Impact, Edward I. Altman (Editor)

A continuación se realiza este mismo análisis pero en un periodo más largo de tiempo basándose en los datos entregados por S&P, utilizando aquellos bonos que se encuentran en la guía de S&P mensual que estaban clasificados bajo BBB, tenían un valor mayor a \$25 millones, y tenían más de 10 años de madurez.

Cuadro 3.3. Retornos Mensuales – Enero 1982 a Diciembre 1987

## BONOS DE ALTO RENDIMIENTO: ¿UNA FORMA VIABLE DE FINANCIAMIENTO EN LA PEQUEÑA Y MEDIANA EMPRESA?

Portafolio	Mediana Geométrica (porcentaje)	Mediana Aritmética (porcentaje)	Desviación Estándar (porcentaje)	Autocorrelación de primer orden
B-K Bonos bajo-grado	0.85	0.89	2.82	0.19
Bonos alto-grado	0.72	0.78	3.65	0.15
Gobierno larga-duración	0.68	0.76	3.94	0.06
Documentos de Tesorería	0.71	0.71	-	-
S&P 500	1.03	1.14	4.76	0.04

Correlaciones entre los índices de los retornos			
Portafolio	Alto-grado	Gobierno larga-duración	S&P 500
B-K Bonos bajo-grado	0.77	0.71	0.49
Bonos alto-grado		0.95	0.31
Gobierno larga-duración			0.34

Fuente: The High Yield Debt Market: Investment Performance and Economic Impact, Edward I. Altman (Editor)

$$R_{pt} - R_{ft} = \alpha + \beta (R_{mt} - R_{ft}) - \epsilon_{pt}$$

Portafolio	Alfa (porcentaje)	Error Estándar	Beta (porcentaje)	Error Estándar	R <sup>2</sup>
B-K Bonos bajo-grado	0.06	(0.21)	0.29	(0.05)	0.24
Bonos alto-grado	0.02	(0.20)	0.21	(0.05)	0.10

*Cuadro 3.4. Características lineales estimadas – Enero 1982 a Diciembre 1987*

Fuente: The High Yield Debt Market: Investment Performance and Economic Impact, Edward I. Altman (Editor)

Se puede desprender de los cuadros 3.3 y 3.4, que según lo medido por la desviación estándar de las correlaciones entre los retornos en los bonos de bajo grado y los retornos en los bonos de alto grado y el S&P 500 sugieren que la inclusión de los bonos de bajo grado en un portafolio puede mejorar la diversificación. El coeficiente beta para los bonos de bajo grado es 0,30. Aunque es considerablemente más pequeño, el coeficiente de alfa para los bonos de bajo grado sigue siendo positivo y ahora excede el alfa de los bonos de alto grado, que es negativo para un periodo más largo.

Se puede concluir por lo tanto, que los retornos observados en un portafolio de bonos de bajo grado excedieron a los de los bonos de alto grado.

Se debe ser muy cauteloso en predecir el mismo resultado para el futuro. La

**PARTE II. BONOS DE ALTO RENDIMIENTO Y SU FUNCIONAMIENTO EN EL MERCADO DE ESTADOS UNIDOS**

exactitud de medidas del retorno previsto depende de la longitud del período analizado, y once años es un período corto para estimar tal estadística.

En el contexto de un portafolio bien diversificado, encontramos el riesgo de todos los bonos de bajo grado que no tienen mayor riesgo que los bonos de alto grado. Además, los bonos de bajo grado proveen de una buena diversificación cuando están siendo utilizados otros activos riesgosos.

En el cuadro 3.5, se encuentran representadas las emisiones de bonos corporativos para cada clasificación de riesgo desde 1970 a 1988

Rating	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988
Aaa	5125	3770	4042	7020	11346	2007	11246	7367	12400	10130	11320	6171	3220	2300	7016	14438	10240	13540	
Aa	1940	4973	7861	9972	12474	2661	2249	7924	1111	1820	1148	2720	4111	10610	27334	47528	4383	11291	
A	3820	4071	2147	3920	12612	2017	1296	174	625	1391	1770	1291	2118	2224	1209	6107	7504	13109	
Baa	2119	1339	507	1218	1267	2408	1329	1302	1240	2260	1240	5120	3220	3220	5120	11120	2049	12210	12121
Baa-	292	238	105	200	30	367	575	420	159	425	290	1178	2284	4258	2241	2028	5000	2570	
Baa-						111	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110
B+	110	141	140	17	27	20	25	1020	910	200	204	1120	3718	5482	2240	21200	17800	18100	
B+						1	17	(25)	20	22	115	120	110	130	77	1100	1029	1028	
B-	0	0	0	0	14	21	70	34	51	21	0	140	201	1901	1928	4620	4520	5240	
B-						(1)	(2)	0	(2)	(1)	(1)	12	(2)	(1)	14	40	(28)	(2)	

VALOR TOTAL 1982 12810 12122 20121 20222 21028 22465 22500 22210 22881 41075 42422 20120 21280 22245 15049 102870 110722

**Cuadro 3.5. Nueva emisiones de bonos corporativos totales contabilizados por el rating de bonos de S&P, 1971-1988(\$ millones)**

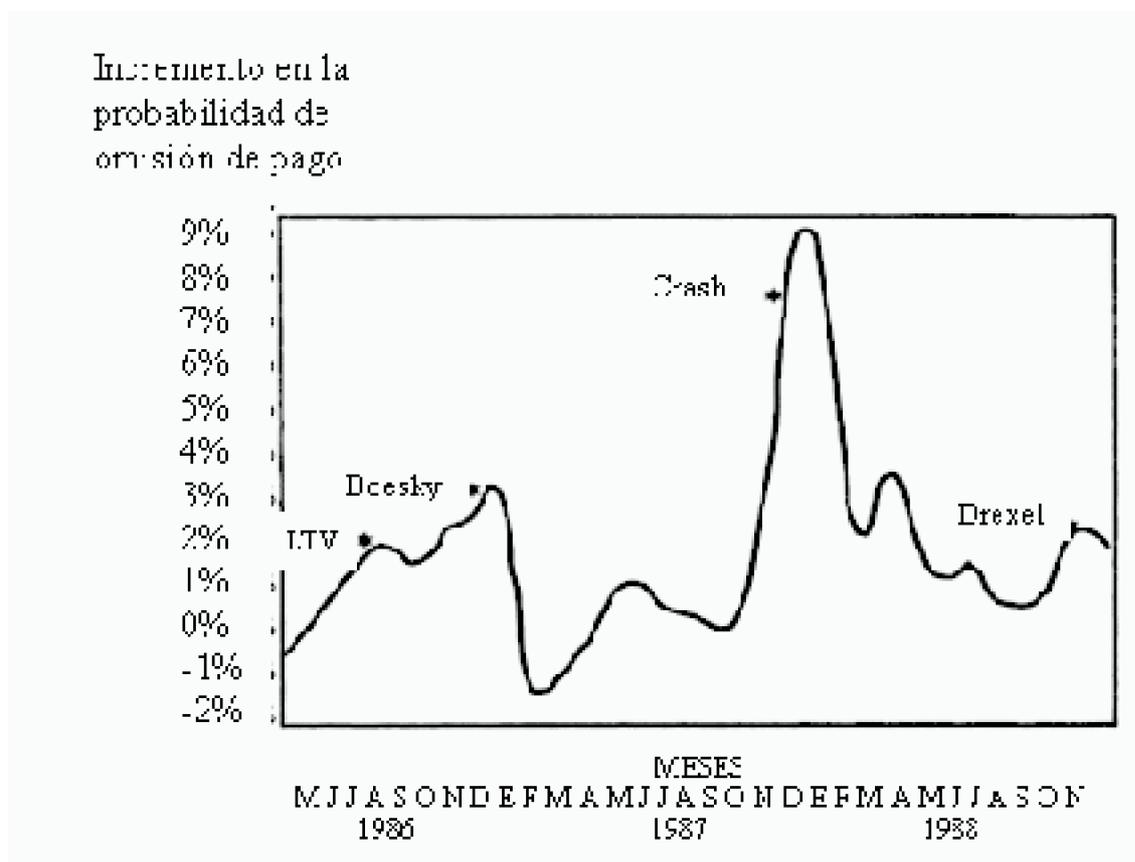
\* Número de emisiones bajo - valor en paréntesis, de la guía de Bonos de S&P.  
Fuente: Guía de Bonos de Stándard & Poor's.

Aun así, y pese a la evidencia empírica, existen detractores que sugieren que el mercado de bonos de alto rendimiento "es construido en la arena", con una estructura de precio que no refleja el riesgo inherente de estos títulos; o bien, otros sugieren que una crisis, tal como una quiebra importante o una caída económica, podría traer como consecuencia una ola de omisiones de pago que acabarían con el mercado de deuda de alto rendimiento.

Pero no debemos olvidar que durante dos años entre Mayo 1986 y Noviembre de 1988 ocurrieron alrededor de cuatro acontecimientos adversos importantes. Primero el 17 de Julio de 1986 la quiebra de la Corporación LTV que era la primera y más importante suspensión de pago que ocurría en la emisión de deuda de alto rendimiento producto de tomas de posesión hostiles y reorganizaciones. Posteriormente el 24 de Noviembre de 1986 el escándalo por la acusación de Ivan Boesky, luego el 19 de Octubre de 1987, el mercado de valores de EE.UU. experimentó el choque más significativo en su historia, después de la caída del año 1929; y más recientemente en Septiembre 1988, el "Rey de los Bonos basura", Michael Milken, y la firma más activa en transacciones de bonos basura, Drexel Burnham Lambert, Inc. fueron acusados por infracciones a las leyes de seguridad.

Contrario a la creencia popular, el mercado de los bonos de alto rendimiento exhibe

una gran capacidad de recuperarse rápidamente de adversidades severas. De hecho, el mercado de alto rendimiento experimentó un aumento del premio por riesgo en cada caso, pero pasados seis a ocho meses se recuperaba y volvía a la normalidad. Ver figura 3.1.



*Figura 3.1. Incremento en la percepción de la probabilidad de defecto alrededor de acontecimientos mayores*

Fuente: The High Yield Debt Market: Investment Performance and Economic Impact, Edward I. Altman (Editor)

La figura muestra que casos como la crisis de LTV y otros acontecimientos causaron solamente un aumento de breve duración en las probabilidades de la estimación de suspensión de pago de los bonos de alto rendimiento, el efecto duró seis a ocho meses en la mayoría, después se disipó.

No debemos perder de vista que muchas de las compañías industriales más grandes de América deben su existencia a la deuda de alto rendimiento emitida en algún momento de su temprana historia. USX, General Motors, IBM, y Goodyear son algunas de las compañías que empezaron emitiendo títulos bajo el grado inversión.

## **Modelos econométricos de Retorno de Bonos de alto rendimiento**

A continuación se presenta el modelo (Yago y Trimbath, 2003) para probar la hipótesis de

que la tasa de retorno o el cambio mensual en la tasa de retorno sobre las emisiones de bonos de alto rendimiento es una función de la tasa de suspensión de pagos sobre estos bonos, el spread de alto rendimiento sobre los títulos del Tesoro, la disponibilidad de crédito, las fluctuaciones en los índices del mercado accionario y el funcionamiento de la economía en general.

Bajo la hipótesis principal:

$$\text{HYR o DHYR} = f(\text{DEF, SPREAD, CREDIT, WIL, ENCOPER}) \quad (1)$$

O como una ecuación de regresión lineal:

$$\text{HYR o DHYR} = \beta_1 + \beta_2 \text{DEF} + \beta_3 \text{SPREAD} + \beta_4 \text{CREDIT} + \beta_5 \text{WIL} + \beta_6 \text{ENCOPER} + \mu$$

donde

HYR = tasa de retorno sobre los títulos de alto rendimiento.

DHYR = cambio mensual en la tasa de retorno sobre los títulos de alto rendimiento.

DEF = tasa de omisión de pago de alto rendimiento.

SPREAD = spread de alto rendimiento sobre los títulos del Tesoro.

CREDIT = disponibilidad de crédito.

WIL = Índice Wilshire 5000.

ENCOPER = cambio porcentual en PNB

$\mu$  = término clásico de distorsión

Se concluye que un incremento en la tasa de omisión sobre la deuda de alto rendimiento reducirá el atractivo de estos títulos para inversores potenciales. Así se espera que  $\beta_1 < 0$ . Spreads más altas deberían aumentar el atractivo y la demanda por deuda de alto rendimiento, por lo que se espera  $\beta_2 > 0$ . También se tiene como hipótesis que la demanda por títulos de alto rendimiento aumenta durante periodos de condiciones de crédito relativamente ajustadas, entonces  $\beta_3 > 0$ . Un aumento en los precios de las acciones se espera que aumente los precios de las emisiones de alto rendimiento porque el valor de mercado de las firmas con deuda sobresaliente será más alto a una riqueza percibida o real mayor. Estos factores deberían incrementar la demanda por deuda de alto rendimiento por lo que se espera  $\beta_4 > 0$ . Una recesión o un descenso en la economía se supone que reducirá la oferta y la demanda por estos títulos debido a que los inversores y las firmas que ofrecen esta deuda pueden estar preocupados por la probabilidad de repago. Por lo tanto se espera  $\beta_5 > 0$ .

También se pueden analizar los determinantes del número de emisiones y los flujos de capital de alto rendimiento en fondos que se especializan en invertir en estos títulos. Por este propósito se proponen las siguientes especificaciones:

$$\text{HYR o DHYR} = f(\text{DEF, SPREAD, CREDIT, WIL, ENCOPER, LBONO, LHYSR}) \quad (3)$$

O, como una ecuación de regresión lineal:

$$\text{HYR o DHYR} = \beta_1 + \beta_2 \text{DEF} + \beta_3 \text{SPREAD} + \beta_4 \text{CREDIT} + \beta_5 \text{WIL} + \beta_6 \text{LBONO} + \beta_7 \text{LHYSR} \quad (4)$$

Donde,

LONO = número de transacciones de tomas de posesión apalancadas

LHYR = valor promedio de la tasa de retorno de títulos de alto rendimiento para los dos meses previos.

Los signos esperados de los coeficientes  $\beta_1$  a  $\beta_5$  son los mismos que en el modelo anterior. Una expansión en la actividad de tomas de posesión apalancadas aumenta el número y el valor de las emisiones de alto rendimiento, en parte, estos títulos han sido usados para financiar los cambios de control corporativo. Por lo tanto, el signo esperado de  $\beta_6$  es positivo. Como los retornos más altos en los meses recientes inducen inversiones adicionales en títulos de alto rendimiento, se espera  $\beta_7$  también positivo.

## Datos

A continuación se presentan las fuentes y detalles de los datos.

Retornos de alto rendimiento: fueron usados dos índices mensuales de retornos de alto rendimiento. El primero, construido por Merrill Lynch (HYRM), es el Índice 175 de Alto Rendimiento; el segundo (HYRS) es un índice de Salomon Brothers. El Índice Merrill Lynch fue normalizado a una base de 100 en 1985. 1.

Tasas de suspensión de pago: Las tasas de suspensión (DEF), están sobre una base anual antes de 1989, y sobre una base trimestral después de 1989, fueron calculadas por Edward Altman de la Universidad de Nueva York. 2.

Spreads: datos mensuales obtenidos desde Merrill Lynch. La spread (SPREAD) es calculada como la diferencia entre bonos de alto rendimiento y bonos del Tesoro a diez años. 3.

Condiciones económicas y de crédito: la medida trimestral de la disponibilidad de crédito (CREDIT) esta definida como los fondos totales del mercado de crédito en el sector privado, excluyendo los bonos extranjeros y corporativos. La fuente de datos son los flujos de fondo de la Cámara de Reserva Federal de Estados Unidos. Los datos trimestrales sobre el cambio porcentual en el PNB son usados como una variable proxy de los cambios en las condiciones económicas (ENCOPER). 4.

Funcionamiento del mercado accionario: datos mensuales del Índice Wilshire 5000 del Dow Jones fueron elegidos como el indicador del mercado accionario, esta serie fue elegida porque es la medida más amplia del funcionamiento del mercado de patrimonio. 5.

Número y valor de las tomas de posesión apalancadas y las emisiones de alto rendimiento (LONO, LBOVAL, y HYNO): fueron tomados desde la base de datos de Securities Data Corporation (SDC). 6.

El capital de inversión de alto rendimiento: los datos mensuales de los flujos de capital de los fondos de bonos de alto rendimiento (NETFLOW) fueron provistos por Investmen Company Institute. 7.

## Resultado Empírico

Las estadística descriptiva y la matriz de coeficientes de correlación para las variables incluidas en las ecuaciones de regresión son presentadas en el cuadro 3.6. Como se esperaba hay una correlación positiva estadísticamente significativa entre la spread y ambos índices de retorno de alto rendimiento. Hay también, una correlación positiva estadísticamente significativa entre los aumentos en los precios de mercado accionarios y estos índices. Una correlación negativa entre la tasa de suspensión de pago y los índices de alto rendimiento es también observada, aunque esta correlación no es estadísticamente significativa la marcada asociación positiva entre el número de tomas de posesión apalancadas y el valor y número de bonos de alto rendimiento es también consistente con las expectativas. La medida de disponibilidad de crédito y los cambios de las condiciones económicas son correlacionados con los retornos, aunque ninguno de los coeficientes es estadísticamente significativo diferente a cero.

El cuadro muestra las estimaciones de parámetro para las ecuaciones (2) y (4). La estimación de la ecuación (2) se hizo usando dos series alternativas sobre retornos mensuales: una construida por Merrill Lynch y otra provista por Salomon Brothers. Los niveles y los cambios mensuales en los retornos fueron alternativamente incluidos como variables dependientes. El uso de observaciones mensuales provoca preocupación acerca de la autocorrelación o la instancia donde los términos de error son seriamente correlacionados. Con respecto a esto, se informa la estadística de Durbin-Watson. El hecho de que los valores de Durbin-Watson son bastante cercanos a 2 indica que la presencia de autocorrelación no es un problema. Se debe notar que el uso de los cambios mensuales en variables, dependientes e independientes, y otras transformaciones de datos (tales como el cálculo de promedios) reduce la probabilidad de autocorrelación. Por ejemplo debido a que la spread del mes anterior, así como el valor contemporáneo, pueden influir en los retornos, se calculó el valor promedio de estos términos y se incluyó como regresor.

El cuadro 3.7 muestra que el más poderoso determinante del retorno dentro de este modelo es el valor promedio de la spread. Estos coeficientes son todos positivos y altamente significativos. El punto estimado sobre la variable de mercado accionario es también positivo y estadísticamente significativo. El coeficiente sobre el cambio mensual en la tasa de omisión es negativo, como se esperaba, aunque lejos de ser estadísticamente significativo. También se nota que las variables que miden los cambios en las condiciones de crédito y el funcionamiento de mercado no explican variación en retornos. Finalmente, dada la marcada diferencia en los valores de los coeficientes de determinación ( $R^2$ ), la ecuación de regresión basada en niveles en vez de tasas de crecimiento tiene significativamente más poder explicatorio.

El punto estimado de los determinantes de flujo neto de capital en los fondos de bonos de alto rendimiento y el número de títulos de alto rendimiento (ecuación (4)) es también mostrado en el cuadro 3.7.

**BONOS DE ALTO RENDIMIENTO: ¿UNA FORMA VIABLE DE FINANCIAMIENTO EN LA PEQUEÑA Y MEDIANA EMPRESA?**

Resumen de Estadísticos					
Variable	Media	Mediana	Desv. Stand.	Mín.	Máx.
NETFLOW	259.340	240.470	481.210	-1064.520	1336.060
HYRM	1.030	0.980	3.060	-9.500	13.300
HYRS	1.060	0.960	3.300	-6.690	14.940
HYNO	6.450	4.000	6.280	0.000	27.000
DEF	2.340	1.480	2.420	0.160	11.400
SPREAD	5.050	4.650	1.510	2.700	9.700
DCREDIT	0.088	0.035	0.632	-5.610	3.700
DWIL	0.009	0.011	0.047	-0.230	0.127
ENCOPER	0.010	0.009	0.014	-0.040	0.070
LBOVAL	2079.290	855.250	3951.420	0.000	37934.500

Matriz de coeficientes de correlación										
	NETFLOW	HYRM	HYRS	HYNO	DEF	SPREAD	DCREDIT	DWIL	ENCOPER	LBOVAL
NETFLOW	1.00									
HYRM	0.56*	1.00								
HYRS	0.53*	0.92*	1.00							
HYNO	0.27*	-0.10	-0.15	1.00						
DEF	-0.05	-0.08	-0.09	-0.09	1.00					
SPREAD	0.15	0.26*	0.30*	-0.19**	0.02	1.00				
DCREDIT	0.26*	-0.19**	-0.17**	-0.03	-0.00	0.07	1.00			
DWIL	0.36*	0.41*	0.42*	-0.08	-0.05	0.14	-0.06	1.00		
ENCOPER	0.08	-0.14	-0.10	0.10	-0.13	-0.13	0.13	-0.06	1.00	
LBOVAL	0.16	-0.02	-0.05	0.68*	0.09	-0.03	-0.06	0.03	0.09	1.00

*Cuadro 3.6. Resumen de estadísticos y matriz de coeficientes de correlación para las variables incluidas en el análisis de regresión*

\* Significativo en el nivel 0.01

\*\* Significativo en el nivel 0.05

Fuente: Beyond Junk Bonds, Yago y Trimbath (2003)

El incremento significativo en  $R^2$  indica que el ajuste del modelo mejora cuando se usan estas medidas como variables dependientes. Los resultados de los parámetros estimados son ampliamente consistentes con los descubrimientos sobre retornos. Esto es, se encontró que las spreads son las determinantes más importantes del capital de inversión de alto rendimiento. También, cuando NETFLOW es seleccionado como variable dependiente, el coeficiente de disponibilidad de crédito es positivo y significativo, lo cual también es consistente con las expectativas.

Coeficientes de Variable	Ecuación 2				Ecuación 4	
	HYRM	HYRS	DHYRM	DHYRS	NETFLOW	HYNO
DEF	-0.065	-0.177	0.116	-0.087	-26	-0.024
	-0.157	-0.18	-0.195	-0.224	-32.95	-0.05
SPREAD	1.556	1.851	2.007	2.69	325.19	1.133
	(0.694)***	(0.828)***	(0.857)**	(1.020)**	(141.71)***	(0.1387)**
CREDIT	0.621	0.421	0.147	-0.314	199.55	0.185
	-0.435	-0.52	-0.544	-0.629	-91.87	-0.142
WILSHIRE	0.007	0.009	0.006	0.008	1.12	0.0002
	(0.001)**	(0.002)**	(0.002)**	(0.002)**	(0.28)**	-0.0004
ECONPER	-0.003	0.003	-0.005	0.006	1.73	-0.014
	-0.011	-0.013	-0.015	-0.017	-2.46	-0.0039
LBOVAL					-97.41	-0.0143
					-117.34	-0.208
LHYRM					34.67	0.127
					-24.65	(0.034)**
INTERCEPT	0.547	0.509	-0.085	-0.204	274.97	0.135
	(0.225)**	(0.255)***	-0.267	-0.308	-322.36	-0.52
df	77	77	77	77	77	72
R <sub>2</sub>	0.4538	0.4748	0.2893	0.2775	0.7201	0.8123
DW	1.78	1.57			1.71	1.64

Cuadro 3.7. Determinantes de las tasas de retorno sobre los títulos de alto rendimiento, flujos de capital neto en fondos de bonos de alto rendimiento y número de emisiones de alto rendimiento

Nota: Errores estándar entre paréntesis

\* Denota que el punto estimado es estadísticamente significativo en el nivel 0.01

\*\* Denota que el punto estimado es estadísticamente significativo en el nivel 0.05

Fuente: Beyond Junk Bonds, Yago y Trimboth (2003)

## Evidencia de Distorsiones Regulatorias

Un análisis de la estabilidad estructural de las ecuaciones de regresión proporciona evidencia de la desestabilización reguladora, es decir, evidencia de que las regulaciones tenían en ese entonces un efecto de desestabilización en el mercado de títulos de alto rendimiento.

A continuación se mostrará una prueba desarrollada por Brown, Durbin y Evans (1975). Se prefirió este tipo de prueba ya que no requiere la información anterior respecto al punto verdadero del cambio estructural. Una característica atractiva del test de Brown, Durbin y Evans es que permite que los datos identifiquen cuando ocurrió el punto verdadero del cambio estructural, de modo de eliminar la posibilidad de que el investigador predisponga los resultados seleccionando el acontecimiento.

Se quiere probar si el modelo de oferta y retornos de alto rendimiento es estable en

el tiempo, y si ha cambiado, identificar el punto en el tiempo en el cual este cambio ocurrió. Uno de los supuestos implícitos en la ecuación de regresión estándar es que los coeficientes son estables en el tiempo. Ahora, se analiza la estabilidad estructural de las estimaciones econométricas.

La práctica usual en la estimación de la constancia de los coeficientes de regresión (con respecto al tiempo) es usar información anterior con respecto al punto verdadero de cambio estructural en la naturaleza de la relación de regresión. El investigador identifica un evento o un set de eventos que se supone causaron el cambio estructural, estima regresiones separadas y examina si el set múltiple de coeficientes estimados son significativamente diferentes a los usados en el test de Chow (1960).

Una prueba para la estabilidad estructural de los parámetros de regresión ha sido desarrollado por Brown, Durbin y Evans. Un análisis de suma acumulativa de residuos cuadrados de una regresión determina dónde, si lo hay, un “quiebre” estructural o un cambio ocurre. En este contexto, la hipótesis nula de este test es que los coeficientes de regresión son constantes en el tiempo.

La intuición básica detrás del test es la siguiente: si la estructura de la ecuación (2) y (4) varía de acuerdo a un índice de tiempo, resultará un cambio en los residuos comparado al modelo de coeficientes constantes. El test de Brown, Durbin y Evans usa el test estadístico  $S_r$ , el que se deriva de la suma acumulativa de residuos cuadrados normalizada de un modelo de estimación recursiva:

Donde  $w_i$  son los residuos recursivos ortogonalizados,  $k$  es el número de regresores y  $N$  es el número de observaciones.  $S_r$  tiene una distribución beta con un valor esperado  $\mu = (r-k)/(N-k)$ . Con coeficientes constantes, un gráfico de  $S_r$  coincidirá con su línea de valor medio dentro de un intervalo de confianza  $\pm Co + \mu$ , donde  $Co$  es el estadístico modificado Kolmogorov-Smirnov de Pyke ( $Co$ ). Se calculó, para cada observación, el valor actual y esperado del test estadístico,  $S_r$  y  $E(S_r)$ . También se calculó el valor absoluto de la diferencia entre  $S_r$  y  $E(S_r)$ . Si los coeficientes de regresión no varían en el tiempo, entonces esta diferencia caerá dentro de una región de confianza específica. Cuando el valor de  $S_r - E(S_r)$  excede  $Co$ , se identificó un punto donde ocurrió un cambio estructural.

$$S_r = \frac{\sum_{K+1}^r w_1^2}{N} \quad r = K-1, \dots, N.$$

Para cada regresión presentada en el cuadro 3.7, se calcularon valores de  $S_r$  para

cada observación basada en residuos de esas regresiones. También se calcularon los valores de  $S_r - E(S_r)$  y se calcula la diferencia contra el tiempo, como medida en intervalos mensuales.

Del análisis anterior se puede deducir que las regulaciones producen desestabilización en el mercado de los títulos de alto rendimiento.

## CAPÍTULO IV BONOS BASURA

### Introducción

---

"Bono Basura" es uno de los nombres que los críticos han desarrollado para los títulos de alto rendimiento. Frecuentemente, la prensa financiera y los medios de noticias han ligado estos títulos a empresas aventuradas, a empresas que tienen distintos problemas, a prácticas infructuosas del negocio, etc.

Estos bonos obtienen en parte su nombre por la baja puntuación que reciben por las distintas clasificadoras de riesgo, las que dan el grado de "no invertible" a diferencia de las grandes empresas con antigüedad y bien establecidas.

Las agencias de clasificación siempre han jugado un gran papel en los mercados capitales. Puesto que las compañías más pequeñas no podían calificar con menores niveles de riesgo, eran excluidas del mercado de la deuda pública hasta los años 80 en los Estados Unidos. Estas compañías dependían de préstamos bancarios comerciales muy costosos con convenios restrictivos que solían ponerlos en una desventaja frente los competidores con un costo más bajo de capital.

El poder de las agencias clasificadoras de bonos, que indicaron que su propósito era proteger a inversionistas, se convirtió en leyenda, y por lo tanto condujo al limitado acceso al capital para la mayoría de las firmas.

El tema dominante de los negocios en 1980 era reestructurar, buscar crecimiento, en sectores innovadores de la economía o formar conglomerados, diversificados y separados en sectores de bajo crecimiento. Antes de 1984 la mayoría de los bonos fueron utilizados para el crecimiento interno o la adquisición estratégica en estos sectores innovadores.

Una vez que los títulos de alto rendimiento empezaron a ser usados para la reestructuración y tomas de posesión, se iniciaron las hostilidades contra el mercado de los bonos basura, y más porque las grandes corporaciones habían considerado que competían con la alta rentabilidad de compañías más pequeñas. Muchos de esos mismos negocios grandes se convirtieron en blanco de adquisiciones cuando estaban disminuidos y con un pobre funcionamiento.

Pero hay algo que no se suele mencionar a favor de estos cambios repudiados por las grandes compañías y es el hecho que los gerentes le habían fallado a sus accionistas

en dos aspectos importantes; primero fallando en la maximización del valor del accionista y, segundo, dejando pasar ofertas de compra de la firma, lo que quito a los accionistas premios por esas transacciones.

Era cierto que muchos utilizaron estos bonos basura en el financiamiento de sus ofertas. Pero es innegable que la deuda de alto rendimiento era generalmente una fracción pequeña del precio de compra total de las adquisiciones, pero aun así, estas compras pocas veces trajeron malos resultados a la empresa o a los accionistas de esta como veremos más adelante, considerando que las unidades fueron vendidas a los compradores que sentían que podrían agregar valor y productividad a la unidad.

El desmantelamiento total no era siempre la idea del comprador general o del que utilizaba formas de financiamiento como los bonos basura. Generalmente, el plan era eliminar unidades improductivas y reconstruir a la compañía alrededor de sus negocios más productivos.

### **La Realidad de estos Instrumentos**

---

Dada la evidencia de muchos estudios realizados, los bonos basura han sido lo opuesto de lo que asume la mayoría de las personas. A pesar de lo que mucha gente piensa, los bonos basura no se han utilizado en gran proporción para financiar adquisiciones. En lugar de eso, su uso ha sido generar valor económico con estrategias agresivas de desarrollo de negocios.

Los bonos basura siempre han estado asociados a crecimiento rápido en ventas, productividad, empleo y capital. Los bonos basura promovieron el valor económico de los objetivos de las corporaciones en América: eficacia, productividad, beneficio, y crecimiento. Siendo siempre el peor enemigo de estos instrumentos su propio nombre.

Con el crecimiento en la disponibilidad del capital, los bonos basura han creado acceso al capital para las compañías pequeñas y medianas que habían estado económicamente excluidas de participar en los mercados de capitales. Creando el acceso a los mercados de capitales y con nuevos canales de finanzas, la participación económica se ha incrementado.

Una de las grandes ventajas que ha entregado el desarrollo de este “Nuevo Mercado” es que eliminó muchas de las ventajas del tamaño corporativo, por esto, los bonos basura se convirtieron en un agente importante del cambio social y económico, ya que antes del mercado de los bonos basura las grandes corporaciones eran las únicas que podrían adquirir compañías o financiar una gran extensión, debido a las barreras de entrada en los mercados de capitales, por lo que la mayoría de los ingresos de financiamiento de alta rentabilidad fueron para las industrias con el acceso limitado a los mercados de capitales.

Las nuevas estrategias de crecimiento, recuperación, y competitividad innovadora fueron posibles gracias a las estructuras de capital y a los planes financieros en los cuales los títulos de alto rendimiento desempeñaron un papel clave. Gracias a esto, luego de lograr los objetivos primarios de las corporaciones, se podían fijar nuevos objetivos estratégicos que darían retornos futuros antes impensados.

## Origenes de los Bonos Basura

---

Como cualquier innovación financiera anterior, los bonos basura emergieron durante un período en que las condiciones económicas de Estados Unidos eran malas y nacía una idea en que para ser más competitivo había que lograr un cambio radical en las empresas. En tanto, el mercado de los bonos basura fue desarrollado en forma microeconómica, usando políticas específicas de crédito de inversión de firmas que deseaban reconstruirse. Así, la llamada "década de la reestructuración" en 1980 fue la base de adquisiciones, compra de participaciones apalancadas y desposeimientos financiados con nuevas tecnologías financieras.

El nombre de "basura" nace por la menor calidad de los bonos y el nivel de suspensión de pago en muchos de sus componentes, es así que para compensar estas características debe ofrecer rendimientos más altos. Las compañías jóvenes, y las que requieren nuevas estrategias y estructuras para sobrevivir, tienen siempre que dar altos rendimientos de deuda. De hecho, el mercado de alto rendimiento es tan antiguo como lo es ofrecer grandes retornos. Aun así en la historia, el cambio de la propiedad ha sido el único método para asegurar que la gerencia abandone las prácticas destructivas al valor económico de la firma.

La motivación para que éstos cambios ocurran emanan de las reglas impositivas y de cambios reguladores, de la inflación e interés volátiles, y de cambios en tecnología financiera o de la información, todos estos influyen a los mercados financieros y de ellos depende que ocurran cambios en los mercados de capitales y financiamiento. En este caso, la evolución económica, la falta de negocios, y la nueva información sobre negocios más rentables formaron los nuevos instrumentos financieros.

## Desarrollo del Mercado de los Bonos Basura y su Rol en los Portafolios de Gerencia y Finanzas Corporativas

---

Los bonos basura son aquellos clasificados debajo de Ba por Moody's o debajo de Bbb - por Standard & Poor's. Es decir, son bonos con bajas calificaciones del grado de inversión. Los bonos corporativos no registrados se incluyen generalmente en la categoría de bonos basura.

Bajo su definición más amplia, los bonos basura incluyen colocaciones privadas y emisiones públicas, deuda convertible y fija, bonos municipales de baja clasificación, e incluso las acciones preferenciales de baja clasificación.

Los bonos basura han existido desde siempre, las primeras clasificaciones de bonos fueron publicadas por John Moody en 1909. De hecho, los bonos basura eran una fuente significativa de fondos corporativos a través del período de la preguerra, contabilizada en un 17 por ciento del total, emisiones de deuda corporativa fija durante los años 1909 a 1943. Descendió durante la depresión y aumentó gradualmente abasteciendo de los bonos basura de modo que crecieran a un 13 por ciento de la deuda corporativa total excepcional en 1928 y a 42 por ciento en 1940 (Atkinson, 1967). Los bonos basura fueron

## BONOS DE ALTO RENDIMIENTO: ¿UNA FORMA VIABLE DE FINANCIAMIENTO EN LA PEQUEÑA Y MEDIANA EMPRESA?

utilizados menos extensamente como fuente de fondos corporativos en los años de la posguerra. Entre 1944 y 1965, por ejemplo, consideraron solamente 6,5 por ciento de las emisiones en bonos corporativos totales (Atkinson, 1967), y a mediados de los años sesenta fueron utilizados incluso con menor frecuencia. Antes de 1977, los bonos basura consideraron solamente el 3,7 por ciento de los bonos corporativos totales excepcionales, siendo la mayoría de éstos, “ángeles caídos” (empresas que retrocedieron en su clasificación de riesgo) o bonos emitidos inicialmente con clasificaciones del grado de inversión y retrocedidos posteriormente (Altman y Nammacher, 1986).

En 1977, sin embargo, el mercado comenzó a cambiar, los bonos basura nuevamente emitidos comenzaron a aparecer en un volumen más grande. Aunque esto se ha anunciado extensamente como el nacimiento del nuevo mercado de las emisiones de los bonos basura. En cualquier caso, el crecimiento de nuevas emisiones, según lo documentado en el cuadro 4.1, ha sido impresionante, particularmente desde 1983. La cantidad total de bonos basura excepcionales se ha estimado en cerca de US\$159 mil millones antes de fin de 1987 (Drexel Burnham, 1988) y en cerca de US\$170 mil millones a mediados de 1988.

Año	Miles millones de dólares en bonos basura <sup>a</sup>	Cantidad de nuevas emisiones de bonos basura <sup>b</sup>	Porcentaje de los bonos basura excepcionales <sup>c</sup>	Porcentaje de los bonos basura excepcionales de las emisiones de bonos basura	Porcentaje de los bonos basura excepcionales de las emisiones de bonos basura	Porcentaje de los bonos basura excepcionales de las emisiones de bonos basura
	(A)	(B)	(C) = (A)/(B)	(D) = (A)/(B)	(E) = (A)/(B)	(F) = (A)/(B)
1969	19.2	24	79.6	1.0	79.6	79.6
1970	26.9	11	244.5	1.0	244.5	244.5
1971	31.3	1.3	240.8	1.0	240.8	240.8
1972	32.4	4.2	77.1	1.0	77.1	77.1
1973	34.8	0.5	69.6	1.0	69.6	69.6
1974	31	0.2	155.0	1.0	155.0	155.0
1975	29	0.3	96.7	1.0	96.7	96.7
1976	1.4	0.0	—	—	—	—
1977	1.4	0.0	—	—	—	—
1978	1.4	0.0	—	—	—	—
1979	1.4	0.0	—	—	—	—
1980	1.4	0.0	—	—	—	—
1981	1.4	0.0	—	—	—	—
1982	1.4	0.0	—	—	—	—
1983	1.4	0.0	—	—	—	—
1984	1.4	0.0	—	—	—	—
1985	1.4	0.0	—	—	—	—
1986	1.4	0.0	—	—	—	—
1987	1.4	0.0	—	—	—	—

Cuadro 4.1. Nuevas emisiones de bonos basura

<sup>a</sup> Desde Drexel Burnham Lambert (1988), excepto 1988 desde Investemnet Dealer's Digest

<sup>b</sup> Desde el Boletín de la Reserva Federal, excepto 1988 desde Investemnet Dealer's Digest

<sup>c</sup> (primeros tres cuartos)

Fuente: The High Yield Debt Market: Investment Performance and Economic Impact, Edward I. Altman (Editor)

Esto representa más de 20 por ciento del mercado de las obligaciones corporativas. El mercado de los bonos basura es sobre todo institucional. Más de 50 fondos mutuos ahora se especializan en utilizar bonos basura y éstos, junto con otros fondos mutuos no especializados, poseen casi la mitad de los bonos basura excepcionales. La distribución estimada de la propiedad de los bonos basura en fecha Diciembre de 1987 se demuestra en el cuadro 4.2

**PARTE II. BONOS DE ALTO RENDIMIENTO Y SU FUNCIONAMIENTO EN EL MERCADO DE ESTADOS UNIDOS**

Tipo de Inversor	Propiedades Estimadas (\$ billones)	Porcentaje Total
Fondos mutuos y administradores del dinero	49	30
Compañías aseguradoras	46	28
Fondos de pensión	24	15
Individuales	8	5
Instituciones de ahorro	3	2
Otros (inversores excéntricos, corporaciones, etc.)	19	12
<b>Total</b>	<b>159</b>	<b>100</b>

*Cuadro 4.2. Estimación de los propietarios de bonos basura a Diciembre 1986*

Fuente: Drexel Burnham Lambert, 1988.

Probablemente, la atracción que los bonos basura sostienen para los inversionistas es su alto retorno esperado. Los retornos esperados son imposibles de medir, y los retornos observados son un proxy imperfecto debido a su variación substancial año a año.

De hecho, si primero examinamos las medidas más amplias del riesgo, la desviación estándar de retornos y el beta de los títulos concerniente a un portafolio del mercado de capitales que incluya ambos acciones y bonos, encontramos que los bonos basura ocupan una posición intermedia respecto al espectro del riesgo. Cuadro 4.3.

Portafolio	Beta	Desviación Estándar de los retornos mensuales
Mercedo de capitales Total	1.00	3.824%
Bonos grado inversión	0.269	1.84%
Bonos alto rendimiento	0.354	2.33%
Acciones largas	0.96	4.33%
Acciones cortas	1.23	4.23%

*Cuadro 4.3. Medidas de riesgo comparativas de los portafolios*

Fuente: The High Yield Debt Market: Investment Performance and Economic Impact, Edward I. Altman (Editor)

Los bonos basura tienen mayor riesgo total que los bonos del grado de inversión pero menos que las acciones ordinarias, y se mueven más de cerca con el mercado que los bonos del grado de inversión, pero menos que la acción. La graduación en términos del riesgo total, sin embargo, puede cambiar en un cierto plazo, dependiendo de la

## BONOS DE ALTO RENDIMIENTO: ¿UNA FORMA VIABLE DE FINANCIAMIENTO EN LA PEQUEÑA Y MEDIANA EMPRESA?

importancia relativa durante un período dado de diversos componentes del riesgo. Los bonos basura tienen tasas de cupón más altas, ellos tienen duración más corta que los bonos del grado de inversión. Es decir, el promedio de los tiempos en los cuales el efectivo se recibe sobre la vida del bono es más corto para un bono basura. Esto alternadamente implica que los valores de los bonos basura son menos sensibles a las fluctuaciones de la tasa de interés, y durante los períodos cuando los tipos de interés son muy volátiles, los bonos basura como grupo pueden incluso exhibir un riesgo total más bajo que los bonos de Tesorería o los de alto grado corporativo.

El cuadro 4.4 demuestra que, para el período, los bonos basura tenían el retorno más alto por unidad de riesgo de cualquier segmento de mercado importante.

Portafolio	Excesos de retorno por unidad de riesgo	
	Medida Sharpe	Medida Treynor
Mercado de capitales Total	0.210	0.810
Bonos grado inversión	0.373	2.365
Bonos alto rendimiento	0.410	2.712
Acciones largas	0.203	0.797
Acciones cortas	0.185	0.712
Sharpe: $\frac{R_1 - R_f}{\sigma_1}$		Treynor: $\frac{R_1 - R_f}{b_1}$

*Cuadro 4.4. Medidas del retorno del portafolio riesgo-ajustado*

Fuente: The High Yield Debt Market: Investment Performance and Economic Impact, Edward I. Altman (Editor)

Es frecuente que a esta altura nazca la pregunta de por qué los bonos basura recuperaron repentinamente una parte significativa del mercado de deuda corporativa total después de encontrarse relativamente inactivo por un cierto número de años. Varios factores dominantes emergieron entre los años 1970 y 1980. El primer factor ha sido la creciente competencia en una escala internacional. Un segundo factor importante ha sido volatilidad incierta de la inflación y la tasa de interés. El tercer factor importante son los cambios en las condiciones del mercado de capitales que es motivado por lo menos parcialmente por los primeros dos factores ya mencionados. Los emisores de los títulos han ampliado la gama de sus fuentes de obtención de fondos potenciales. En parte, la naturaleza cada vez más global de la competencia en muchas industrias ha conducido a levantar fondos en una escala internacional. También han intentado levantar fondos en

mercados públicos, en lo posible, evitando un préstamo más costoso a través de intermediarios financieros.

Así los bonos basura, con sus rentabilidades superiores y duraciones más cortas, crecieron como instrumentos más atractivos para los últimos años 70. Cabe destacar, que la atracción de los bonos basura para los inversionistas ha sido realizada por el desarrollo de un mercado líquido secundario.

Los bonos basura han permitido que aquellas firmas de una calidad inferior levanten cantidades más grandes de dinero en un período más corto según sus posibilidades. Los bonos basura también tienden a tener pocos convenios restrictivos y provisiones más liberales que muchos tipos de deuda negociada. Las condiciones de mercado recientes han creado al parecer buena voluntad de parte de algunos inversionistas de hacer estas concesiones en el intercambio para alcanzar una mayor liquidez.

Dado todo esto, se puede decir que el desarrollo de este mercado representa una innovación financiera significativa.

## La Revolución de los Bonos Basura

---

Por los años 70, la deuda bancaria de tasa flotante era la fuente primaria de capital para las corporaciones, especialmente las que no pudieron calificar para los grados superiores de inversión. Al variar mucho la inflación y los niveles de interés, las compañías comenzaron a buscar una fuente más estable de capital. Los inversionistas también experimentaban los efectos de la inflación y buscaban maneras de aumentar sus retornos en este ambiente fluctuante. Las condiciones estaban dadas para que los innovadores financieros crearan productos nuevos que tratarían ambas necesidades y junto, al nacimiento de estas necesidades estuvo el mercado de los bonos basura.

Hablando en 1988, Milken planteó porqué crear un mercado para los bonos basura que era de interés para los inversionistas. Cuando el grado de bonos de una compañía era bajado, su percepción de los precios de títulos cambiaba. El aumento que resultaba en la rentabilidad era a menudo más que bueno para compensar a los compradores de bonos por cualquier aumento en riesgo de suspensión de pago. Desafortunadamente, las regulaciones forzaron a muchos inversionistas a desechar bonos de alto rendimiento. Si se considera el riesgo asociado a títulos de alto rendimiento, los bonos basura podrían ser inversiones excelentes, superando a los bonos de grado de inversión en un cierto plazo.

El mercado de alto rendimiento permitió que las compañías de menor grado de inversión obtuvieran fondos más rápidos, más baratos, y con pocas negociaciones. Con mayor flexibilidad y costes de capital más bajos, los emisores podían responder efectivamente a cambios en las tendencias industriales e internacionales.

Concebido sin embargo inicialmente para el uso de pequeñas compañías, las compañías cada vez mayores, aplicaron el financiamiento de alto rendimiento, y con eso reestructuraron y reenfocaron el desarrollo de su negocio. ¿Cómo sucedió esto? ¿Cómo esta revolución del bono basura dio lugar a tal ayuda mientras que simultáneamente generaba un contragolpe tan político?

La experiencia positiva de utilizar los títulos de alto rendimiento para el crecimiento interno o la adquisición estratégica de las compañías pequeñas y medianas llegó a ser muy amplia. A pesar de opiniones más recientes, los títulos de alto rendimiento nunca fueron utilizados para lograr las posesiones hostiles. Pues entre 1980 y 1986, menos del 3 por ciento de los casos fueron utilizados para las transacciones hostiles.

Por todo esto, el financiamiento "basura" representó un cambio paradigmático en análisis de crédito, finanzas corporativas, y la definición del papel de las instituciones financieras e inversoras, la gerencia, la propiedad, el financiamiento y los intereses in-dustriales. Debido a su flexibilidad y otras características.

### **Desarrollo y reconstrucción de negocio**

Es un hecho de la vida económica que a medida que los negocios maduran, ellos deben renovarse o desaparecer. En este proceso, otras industrias emergerán, proporcionando productos y servicios de acuerdo a las demandas actuales.

Los cambios en las leyes de la incorporación, la creación de un mercado y la disponibilidad de tierra y trabajo baratos condujeron a un rápido desarrollo de las firmas. La gran barrera al desarrollo de los nuevos negocios era el acceso al capital. Con esta demanda económica, los banqueros de inversión crearon un producto financiero nuevo, la acción preferida industrial, que era apropiada para firmas más nuevas y luego otros instrumentos para apoyarlas, entre ellos, los bonos basura.

Por definición, los bonos de bajo grado de inversión han existido desde 1909. El aumento más grande de bonos de alto rendimiento ocurrió durante la depresión, cuando el número de "ángeles caídos" se incrementó notoriamente. Aun así, la tasa de suspensión de pago para las emisiones que retrocedieron era baja. Lo curioso de esta situación es que los diferenciales en rentabilidades de bonos eran directamente un resultado del riesgo de suspensión de pago. Por lo tanto, cuanto mayor es la variabilidad de los retornos de una inversión en bono, mayor es el riesgo. A través de los años 80, el total de retornos de bonos de alto rendimiento fue superior, incluso después de las pérdidas continuadas por exceder al Tesoro y a los bonos de mejor grado de inversión.

El análisis financiero corporativo se desarrollaba simultáneamente. En vez de que las compañías vieran solamente en términos de su estructura de capital estática, Modigliani y Miller (1958) demostraron que el costo de capital se debe entender en términos de flujos subyacentes de la renta y los costos. Porque el efectivo es el combustible que conduce un negocio, y el flujo de liquidez tiene que ser la estadística financiera más importante. Por lo tanto, los inversores cambiaron la idea de la estructura de patrimonio y capital hacia otras referidas al financiamiento, a saber deuda.

### **Evolución y crecimiento del mercado de alto rendimiento**

Desde 1977, cerca de 1.000 compañías han emitido US\$174 mil millones en bonos de alto rendimiento con fecha Diciembre de 1988. Se ha convertido en un mercado secundario grande y líquido para estos títulos, atrayendo una completa gama de inversionistas institucionales y firmas importantes de las actividades bancarias de la

inversión como son suscriptores y creadoras de mercado (market maker).

El crecimiento del mercado de alto rendimiento ha sido extraordinario: En 1977, solamente cerca de mil millones de la deuda pública eran emisiones de títulos de alto rendimiento; hoy, la emisión anual funciona sobre US\$35 mil millones. El mercado con fecha de Diciembre de 1988 alcanza a aproximadamente US\$185 mil millones en principal, equivalente al 25 por ciento de la deuda pública corporativa negociada.

Otros estudios académicos han demostrado que los bonos de alto rendimiento serían un importante instrumento del financiamiento para los inversionistas y para las compañías dinámicas. Para los inversionistas, los bonos de alto rendimiento están entre los títulos más transados de los portafolios y muestran la menor volatilidad.

Los estudios económicos realizados por Glenn Yago y John Pound han demostrado que los emisores de los títulos de alto rendimiento han obtenido un crecimiento superior al promedio en sus utilidades, empleos, y la productividad tras asumir altos niveles de deuda. El estudio del Dr. Yago encontró que las firmas que emitían deuda de alto rendimiento habían superado el promedio de la industria en el crecimiento del empleo (6,68 por ciento v/s 1,38 por ciento), ventas por empleado (3,13 por ciento v/s 2,41 por ciento), ventas (9,38 por ciento v/s 6,42 por ciento), inversión de capitales (12,37 por ciento v/s 9,85 por ciento), y gastos en inversión de capital (10,61 por ciento v/s 3,83 por ciento).

De igual manera, el estudio del Dr. Pound demostró que aquellas compañías que habían aumentado su deuda en un 50 por ciento para financiar su crecimiento corporativo y la inversión experimentaron un aumento en ventas, gastos de capital, utilidades, flujo de liquidez, y pagos de dividendo al año después de haber realizado la emisión en bonos de alto rendimiento. Aún, pese a la gran evidencia empírica en favor de los bonos de alto rendimiento, existe resistencia en ciertos segmentos del mercado.

En 1990, pese a los beneficios antes mencionados y por varias razones se realizaron muchas regulaciones que precipitaron el colapso del mercado, una visión de lo que se pensaba ocurriría es la de Merton Miller:

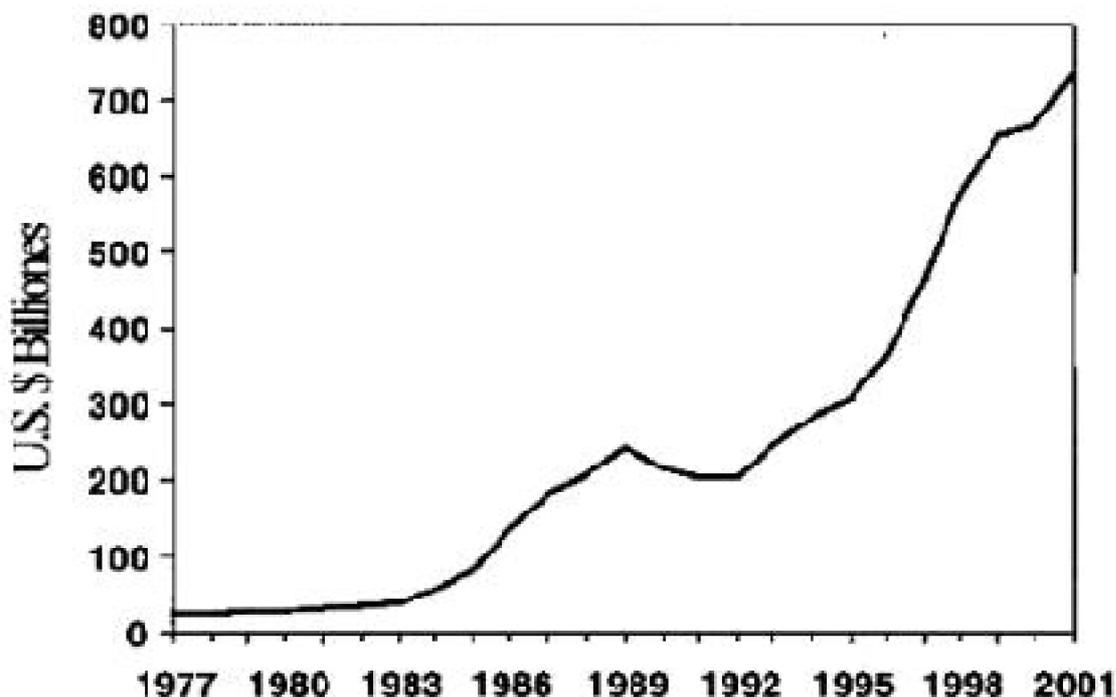
***“Los esfuerzos recientes de los reguladores por eliminar estos mecanismos de mercado destruyen el mercado de alto rendimiento e imponen controles adicionales directos sobre préstamos de endeudamiento de bancos que tendrán todas las consecuencias indeseadas normalmente asociadas a tales inversiones reguladoras. Bajarán la eficiencia y aumentarán el costo de capital a este importante sector del negocio”***

El resurgimiento del mercado de alto rendimiento puede ser atribuido en gran parte al crecimiento de la emisión en mercados emergentes. Las compañías que buscaban financiamiento a largo plazo encontraron cada vez a más inversionistas que querían comprar diversos títulos, incluyendo aplicaciones innovadoras, deuda a largo plazo, deuda convertible, acciones preferentes, patrimonio común y productos derivados relacionados con estos activos subyacentes. La convergencia de la demanda corporativa y del inversionista eran la base para la evolución del mercado de alto rendimiento.

El mercado del grado de no inversión dio a las compañías pequeñas y medianas la posibilidad de acceder al capital a largo plazo que antes solo estaba disponible para 800

(menos del 5 por ciento) de las 22.000 compañías de Estados Unidos con ventas en exceso de US\$35 millones. Un acceso eficiente a los fondos, unido a un mercado secundario, le dio flexibilidad a la administración financiera, permitiendo que las compañías persiguieran estrategias corporativas cambiantes.

Antes de fines de 1991, el mercado de alto rendimiento en los Estados Unidos había sobrevivido no solo a los malos tiempos de los años 80 sino que además había crecido sobre US\$200 mil millones, cantidad que en los próximos siete años fue más que duplicada alcanzando los US\$580 mil millones a finales de 1998. Ver figura 4.1.



*Figura 4.1. Cantidad excepcional de Alto Rendimiento U.S, 1997-2001*

Fuente: Beyond Junk Bonds, Yago y Trimbath (2003)

En el tercer trimestre de 1992 la tasa de suspensión de pago de la deuda de alto rendimiento cayó a 0,2 por ciento, lejos del 4,2 por ciento de Enero de 1991. Desde 1991 a 1993, los fondos de los bonos de alto rendimiento existentes ganaron en promedio 24,2 por ciento al año: 37,3 por ciento en 1991, 17,5 por ciento en 1992 y 18,9 por ciento en 1993. Obviamente, esos retornos excedieron por mucho los tipos de interés de los bonos. El perfil riesgo-retorno de una variedad de instrumentos se muestra en la figura 4.2, donde se puede apreciar que los bonos de alto rendimiento ofrecen un cuociente riesgo-recompensa no disímil al bono largo de Estados Unidos.

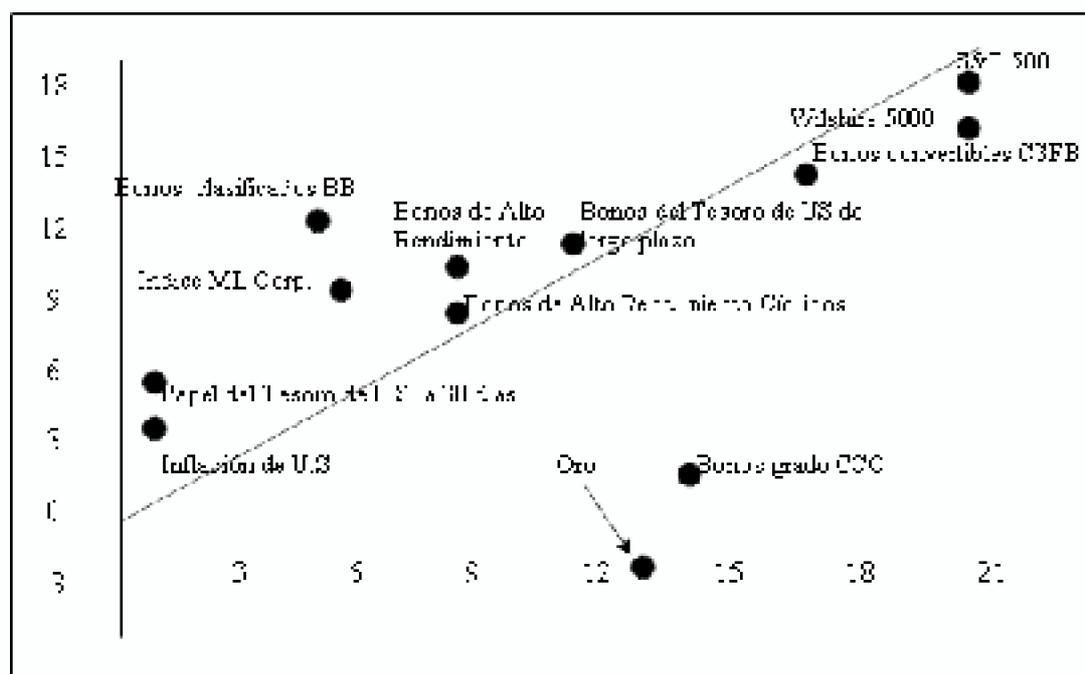


Figura 4.2. Riesgo y Retorno para Activos Seleccionados, 1986-2000.

Fuente: Beyond Junk Bonds, Yago y Trimboth (2003)

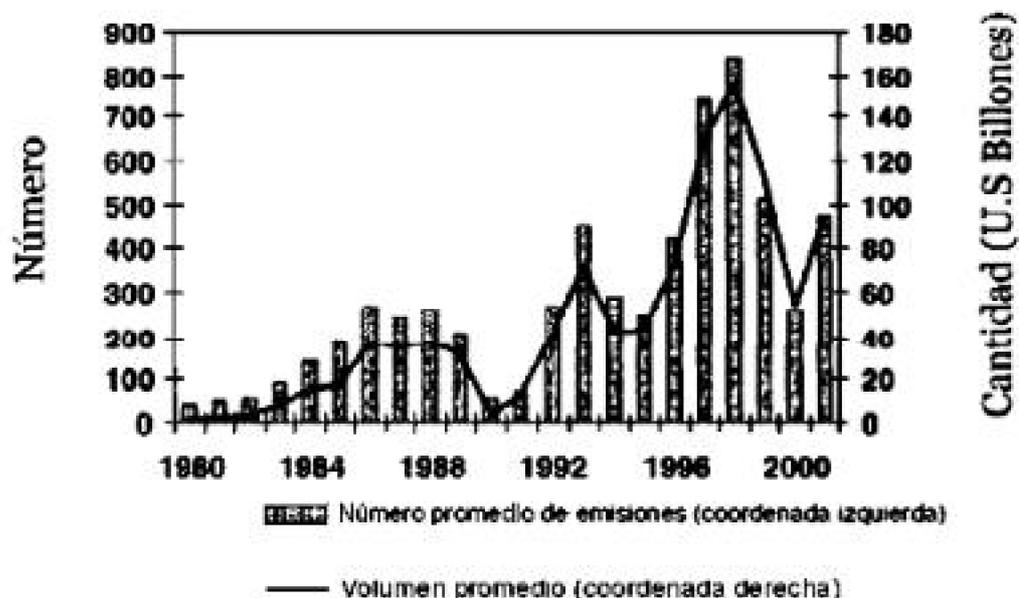
Un crecimiento notable se experimentó entre 1994 y la primera mitad de 1998. Antes de 1994, solamente cerca del 20 por ciento del mercado era clasificado como B o más bajo. En 1993, 19 por ciento del retorno promedio de las inversiones de los fondos mutuos fue obtenida en el mercado de bonos de alto rendimiento, el único mercado donde los inversionistas podrían ganar un retorno de doble dígito de interés de renta. Diversos factores permitieron el resurgimiento de este mercado, entre estos se encuentran:

- Aumento la calidad de los emisores mientras se recuperaba la economía
- Aumento en las clasificaciones de crédito de las firmas
- Política Monetaria, que redujo los tipos de interés de 6,75 en 1991 a 3 por ciento en 1992
- Los mercados accionarios se abrieron a los emisores de alto rendimiento
- Avances del ciclo de negocios que aumentaron la demanda por productos de inversión
- Interés creciente en emisores

Este crecimiento fue interrumpido por la crisis financiera asiática en Agosto, cuando los spreads alcanzaron niveles que el mercado no pudo soportar. Una modesta recuperación se produjo después de los cortes en las tasas de interés de la Reserva Federal.

El mercado de alto rendimiento ha exhibido un crecimiento impresionante desde el año 80, aumentando el nuevo volumen de emisión de menos de US\$1,5 mil millones en

el año 80 a más de US\$105 mil millones en el 2001. Con el aumento en volumen ha venido un aumento en el número de emisiones. En el año 80, había solo 43 nuevas emisiones de alto rendimiento. El crecimiento del mercado de alto rendimiento se ilustra en la figura 4.3, que demuestra el máximo en 1998 con 839 nuevas emisiones y un volumen de US\$157 mil millones.



*Figura 4.3. Número y cantidad de emisiones de alto rendimiento.*

Fuente: Merrill Lynch, Credit Suisse First Boston, Instituto Milken. Beyond Junk Bonds, Yago y Trimboth (2003)

Durante el último trimestre del siglo XX, se produjo un cambio en el control del capital el cual pasó de ser privado, concentrado en instituciones financieras, a los descentralizados mercados de capitales públicos, más competitivos, haciendo el proceso de financiamiento del crecimiento más rápido y democrático.

A modo de graficar el funcionamiento del mercado las figuras 4.4, 4.5 y 4.6 muestran una perspectiva histórica, el spread sobre el Tesoro de alto rendimiento y la tasa de suspensión de pago en el tiempo.

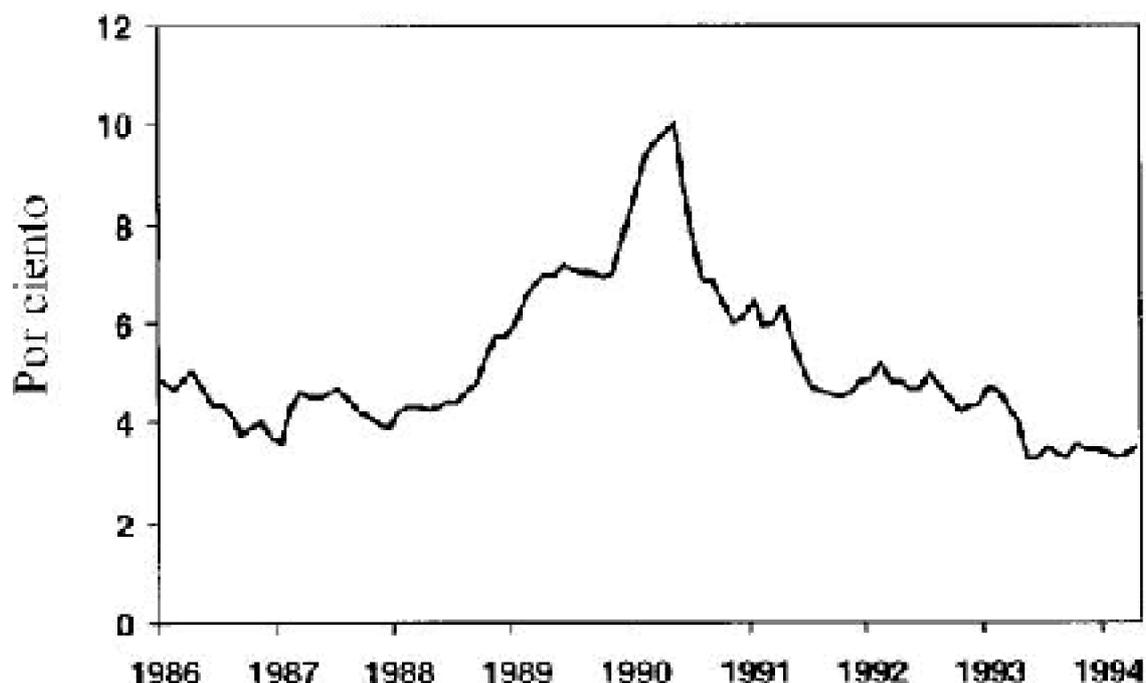


Figura 4.4. Spread de alto rendimiento sobre el Tesoro

Fuente: Beyond Junk Bonds, Yago y Trimbath (2003)

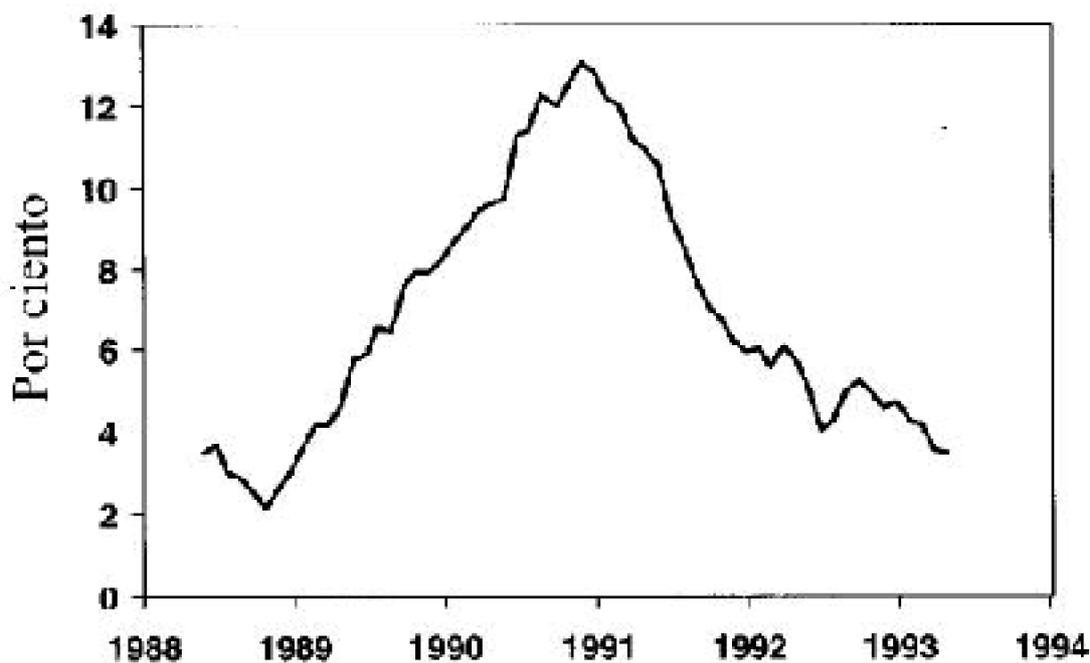
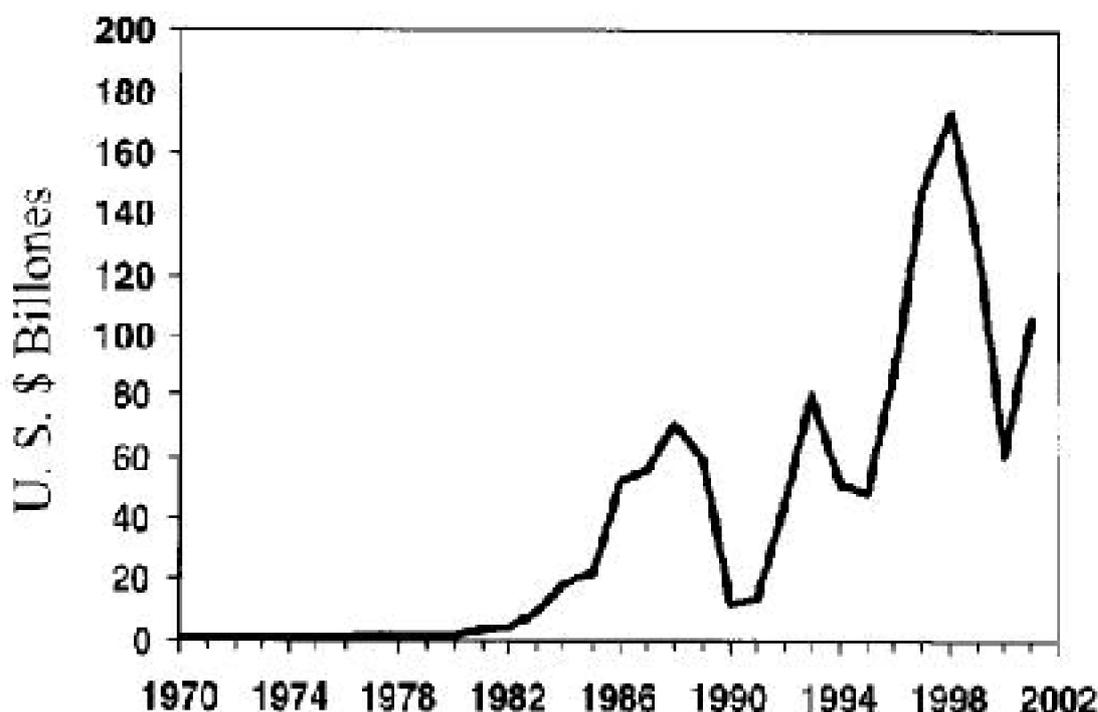


Figura 4.5. Tasa de suspensión de pago: Todos los bonos de grado especulativo

Fuente: Beyond Junk Bonds, Yago y Trimbath (2003)



*Figura 4.6. Perspectiva histórica sobre el mercado de alto rendimiento de Estados Unidos: Valor de nuevas emisiones, 1970-2002*

Fuente: Beyond Junk Bonds, Yago y Trimbath (2003)

## **Mercado de la deuda de alto rendimiento**

La cantidad de deuda corporativa emitida como títulos se ha elevado de aproximadamente 26 por ciento en los últimos años 70 hasta cerca del 44 por ciento en los 80. Dentro del mercado de los bonos corporativos, los títulos de alto rendimiento representan una porción más grande que antes, alrededor del 25 por ciento. Este aumento les ha dado ventajas importantes y ha ayudado a hacer más competitiva la industria americana, particularmente contra las compañías extranjeras con niveles altos de deuda en su estructura de capital - usualmente con costos de capital más bajos. Obviamente, mayores niveles de deuda aumentan el riesgo.

### **¿Quién emite y quién compra bonos de alto rendimiento?**

Se encuentran datos respecto de que sobre 600 diversas compañías de una amplia gama de industrias emitieron bonos de alto rendimiento no convertibles entre 1982 y 1987. El valor de cara de los bonos públicos emitidos durante este período estaba sobre US\$108 mil millones. Quién compra bonos de alto rendimiento resulta más difícil de determinar. Drexel estima que 32 por ciento de los bonos de alto rendimiento son comprados por los fondos mutuos, 30 por ciento por las compañías de seguros, 10 por ciento por los fondos de jubilación, 7 por ciento para el ahorro y el 21 por ciento restante se reparte entre individuos, corporaciones, inversionistas extranjeros, y otros. Las estimaciones obtenidas

de otros corredores son similares a Drexel.

### **¿Los bonos de alto rendimiento son utilizados principalmente para la compra de tomas de posesión?**

Para responder la pregunta acerca del uso de los bonos de alto rendimiento para financiar tomas de posesión corporativas hostiles se puede ver de dos maneras. Primero, de 54 tomas de posesión en 1985 y 1986 donde los inspectores del SEC y de la industria identificaron la oferta blanda inicial como hostil, se determinó que los bonos de alto rendimiento consideraron cerca de 12 por ciento del valor del financiamiento inicial para estas tomas de posesión. El bruto del financiamiento vino de préstamo bancario estimado alrededor de un 42 por ciento y colocación privada de deuda, que se determinó cerca del 9 por ciento. Y segundo, 13 por ciento de los bonos de alto rendimiento fueron emitidos con el fin de realizar una adquisición, otro 15 por ciento estaba destinado para adquisiciones futuras, y 23 por ciento eran para retirar la deuda de fusiones anteriores y adquisiciones. Si este nivel del uso de bonos de alto rendimiento en el financiamiento corporativo implica estimular la toma de posesión depende del punto de vista que se mire.

### **Analizando los Títulos de Altos Rendimientos**

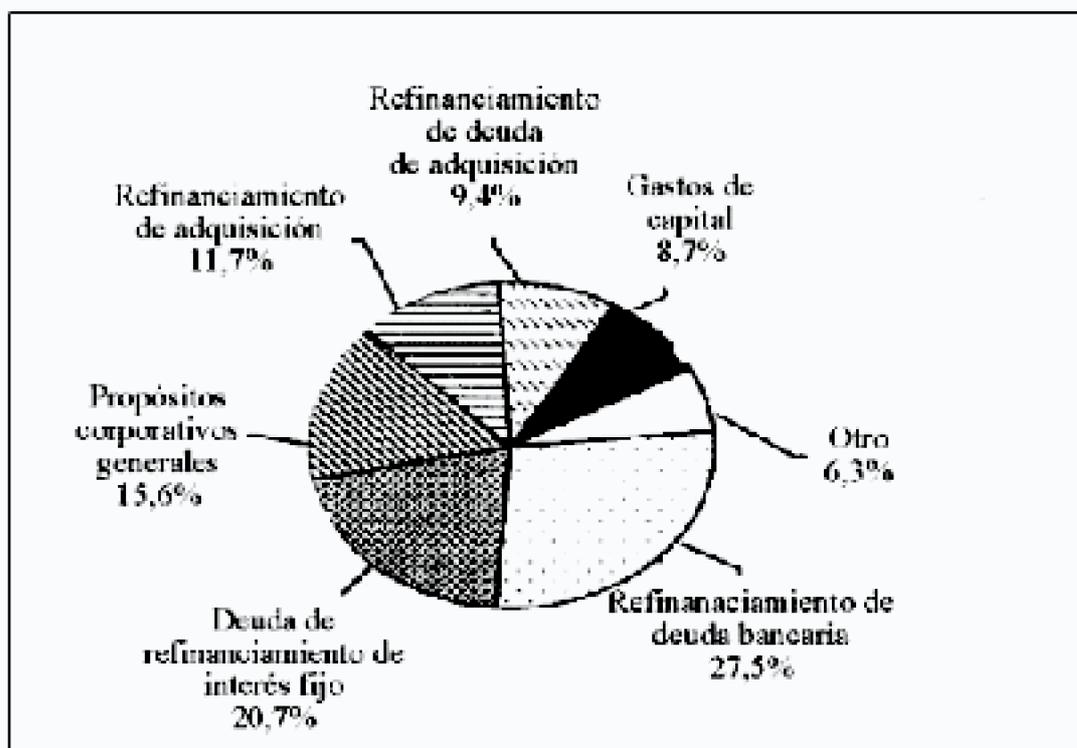
Aun en la década de 1980 existían muchas oportunidades que podían ser aprovechadas y si las firmas seguían estrategias defensivas o agresivas, el capital era el factor crítico de éxito. Y aprovechando esto creció el mercado de alto rendimiento y el uso de los títulos de alto rendimiento se amplió rápidamente. Desde entonces, el número de firmas, el número de emisiones, y el valor del dólar de todas las emisiones han crecido juntos, con variaciones substanciales año a año. En el período de siete años a partir de 1980 a 1986, 1.175 firmas vendieron 1.742 aplicaciones de los títulos de alto rendimiento, correspondiendo a un total de US\$113,26 mil millones. Durante cada uno de estos años, había substancialmente más emisiones que publicaciones de las firmas, indicando que varias firmas tenían más de una emisión en un año.

### **Uso de los ingresos**

¿Qué hicieron las firmas de alta rentabilidad con los fondos obtenidos de estos títulos? En su gran mayoría, las firmas que emitieron Bonos de alto rendimiento usaron los fondos de manera más o menos similar, un total de 17,3 por ciento de los ingresos fue destinado a propósitos corporativos generales, y 26,6 por ciento fueron utilizados para el refinanciamiento de deudas bancarias. El 18,8 por ciento del total de los ingresos percibidos fueron utilizados en toma de posesiones, contradiciendo el argumento popular de que los títulos de alto rendimiento son utilizados sobre todo para financiar adquisiciones hostiles.

Otros usos fueron construcción de fábricas, fondo de operaciones, y compras de activos. Otra importante parte fue utilizada para refinar otras deudas, y para recapitalización.

En la Figura 4.7 (a) se presentan estos resultados mas detallados.



*Figura 4.7 (a). Distribución de los principales usos del alto rendimiento, 1983-1989*

\* Otros incluye recapitalización, compra de participaciones endeudadas, adquisiciones futuras, recompra de acciones y ofertas secundarias.

Fuente: Beyond Junk Bonds, Yago y Trimbath (2003)

Un cambio se produce a partir de 1990. Debido a las regulaciones del gobierno federal referente a la actividad de fusión y adquisición, el uso de la deuda con estos fines disminuyó, el cambio se puede apreciar en la figura 4.7 (b).

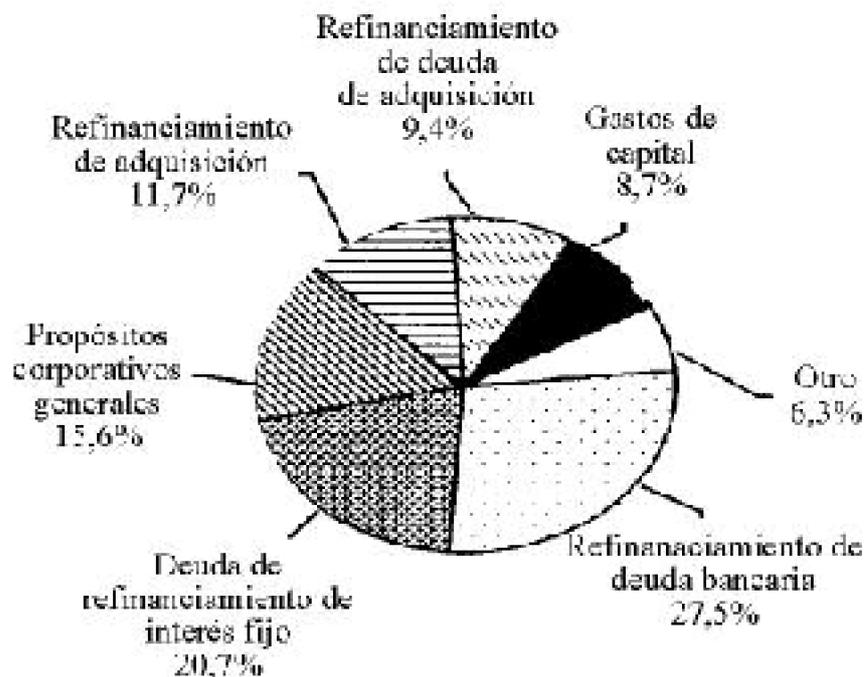


Figura 4.7 (b). Distribución de los principales usos del alto rendimiento, 1990-1999

\* Otros incluye recapitalización, compra de participaciones endeudadas, adquisiciones futuras, recompra de acciones y ofertas secundarias.

Fuente: Beyond Junk Bonds, Yago y Trimbath (2003)

## Distribución de la industria del financiamiento en Bonos basura

Es indudable que los emisores de alto rendimiento fueron distribuidos en una amplia variedad de industrias a lo largo de toda la economía, pero creemos importante destacar que el financiamiento de alto rendimiento era más intenso en sectores en que había necesidades de reestructuración o rápido crecimiento: tales como la manufactura, las finanzas, y los servicios. Sobre el como se diferenció la distribución de las opciones de financiamiento de alto rendimiento entre las firmas, existen dos razones básicas:

- El tamaño de las emisiones varía con respecto a la naturaleza del proyecto y sus retornos esperados
- El número de emisiones varía según el tipo de firmas e industrias.

La mayoría de las actividades de financiamiento de alto rendimiento fue concentrada en empresas manufactureras y el porcentaje de ingresos era mayor que el de otras firmas en varios sectores.

### El índice de Alto Rendimiento

Para muchos la distribución de las firmas de alto rendimiento refleja la importancia

general de sus industrias dentro de la economía. Para investigar qué industrias utilizaron desproporcionadamente el financiamiento de bonos basura concerniente a su posición en la economía, se desarrolló un índice de financiamiento de alto rendimiento, el índice intensivo.

Este índice compara la porción de Bonos de alto rendimiento emitidos en la industria con la contribución de esa industria en producto nacional bruto, de esta manera además se puede apreciar si las emisiones están ayudando a mejorar la economía, indicando que un sector económico participó en el mercado de los Bonos Basura proporcionalmente más que en la economía respectiva. Con este índice se pudo observar que en Estados Unidos las finanzas y las utilidades de empresas que transan en Bolsa hicieron un uso desproporcionado de financiamiento con bonos basura. Adicionalmente los resultados ayudan a reflejar el crecimiento y la actividad de reestructuración en la economía.

De todo esto, podemos decir que los títulos de alto rendimiento pueden ser una herramienta eficaz para financiar el crecimiento corporativo gracias a su flexibilidad y rentabilidad para las compañías. En respuesta a la competencia creciente, la desregulación y a los cambios económicos estructurales, muchas compañías son reorganizadas y reestructuradas, siendo el capital una parte esencial de este proceso, especialmente en industrias costosas, las que han hecho frente a presiones competitivas y económicas, y que comparadas a otros sectores, tienden a necesitar mayores cantidades de capital para sostener el crecimiento productivo. El acceso eficiente a las grandes cantidades de capital es esencial para que estas compañías mejoren sus utilidades, aumenten su productividad, y realcen su posición en los mercados competitivos de hoy.

### **Impacto económico de los títulos de alto rendimiento**

---

Su crecimiento viene dado por (1) los bonos de alto rendimiento substituyen patrimonio, y (2) los bonos alto rendimiento substituyen otras formas de deuda, incluyendo el préstamo bancario probablemente porque los bonos de alto rendimiento ofrecen una forma más eficiente de financiamiento.

Muchas compañías encuentran difícil adaptarse a las presiones competitivas y al mercado cambiante porque los bancos no ampliarán los créditos que entregan, las condiciones del tamaño y de mercado de la firma hacen que los ofrecimientos de patrimonio sean indeseables. Estos problemas de la asignación de capital y de su impacto en las estructuras de capital corporativas se reflejan en términos macroeconómicos en las cuentas de EEUU.

Las figuras 4.8 y 4.9, muestran datos de la reserva federal acerca de cómo los niveles absolutos de la deuda corporativa aumentaron, la composición de la deuda cambió de los préstamos de banco hacia los mercados de capitales.

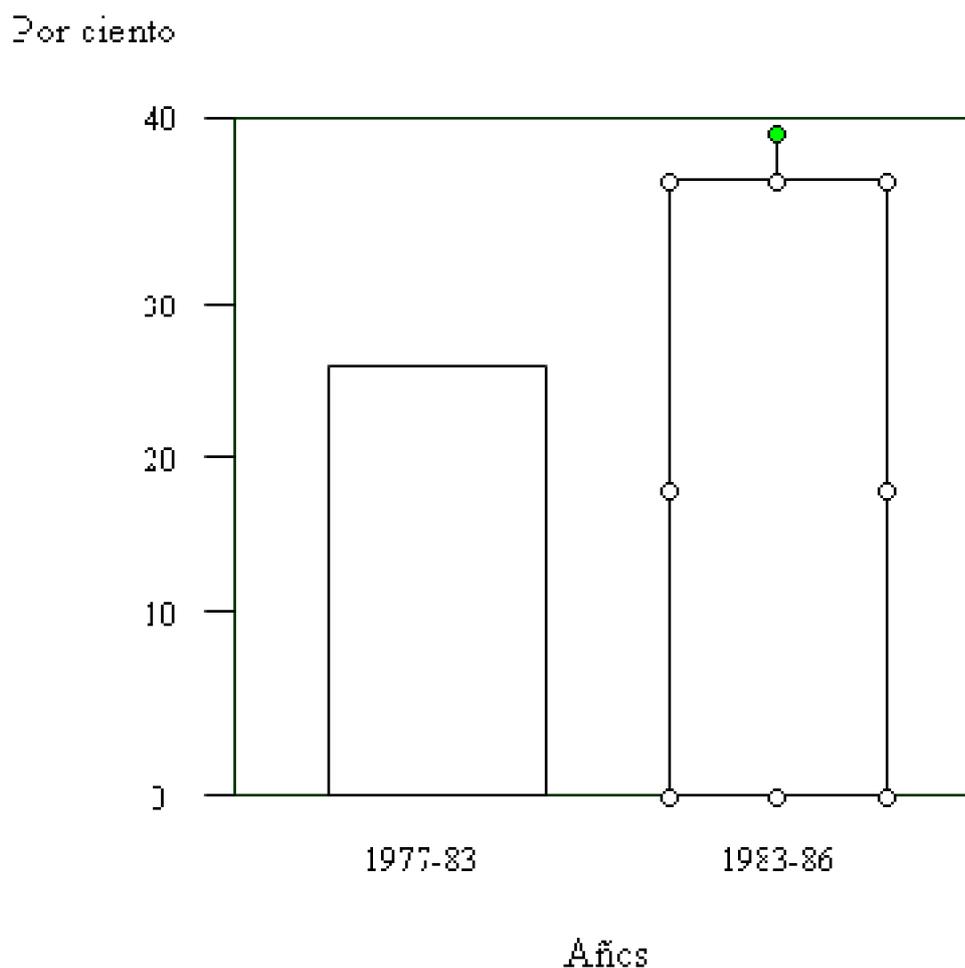
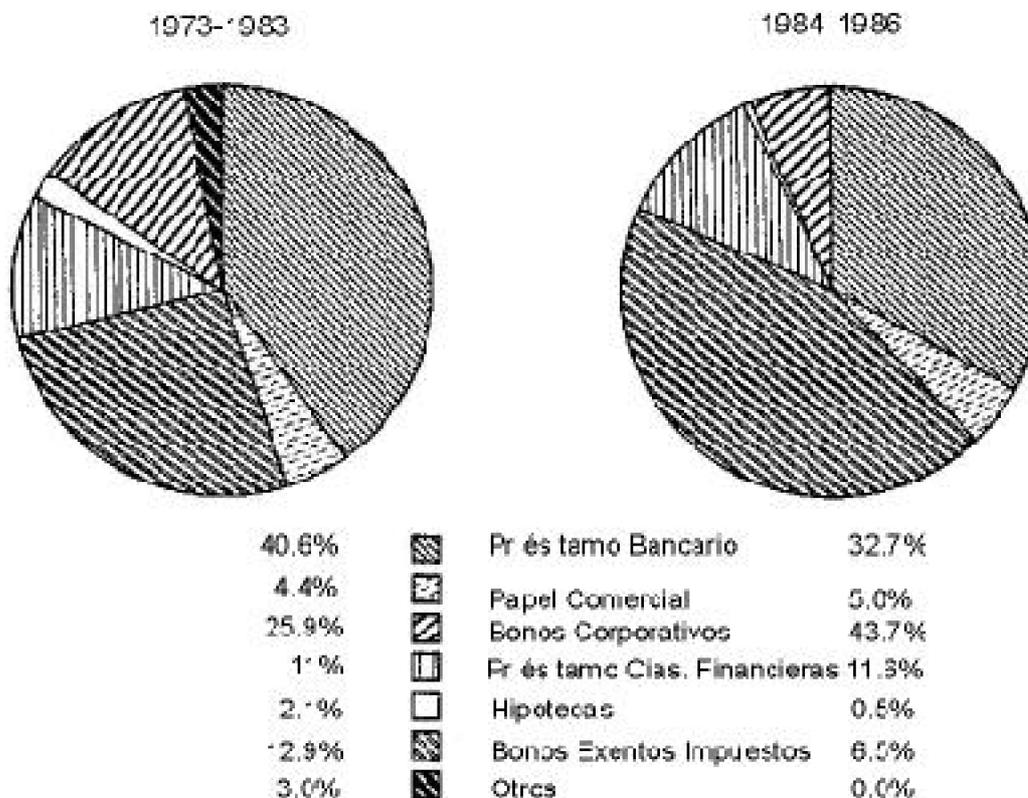


Figura 4.8. El mercado del crédito de la deuda como un porcentaje de fondos provistos

Fuente: The High Yield Debt Market: Investment Performance and Economic Impact, Edward I. Altman (Editor)



*Figura 4.9. Composición del mercado del crédito de la deuda*

Fuente: The High Yield Debt Market: Investment Performance and Economic Impact, Edward I. Altman (Editor)

Una variedad de factores incluyendo la desregulación financiera, la desregulación de los fondos de pensión, la volatilidad de la tasa del interés y de la inflación, y la globalización de los mercados de capitales creó las condiciones que conducen a la subida de los bonos de alto rendimiento. Como observamos en la figura 4.9, comparando la composición de la deuda del mercado de crédito en 1977-1983 con la de 1984-1986, encontramos que los bonos exentos de impuesto disminuyeron como fuente del capital a partir del 12,9 por ciento a 6,5 por ciento. Las hipotecas disminuyeron levemente a partir el 2,1 por ciento a 0,5 por ciento. Los préstamos de la compañía de finanzas aumentaron levemente a partir del 11,0 por ciento al 11,6 por ciento. El papel comercial también aumentó algo, a partir del 4,4 por ciento al 5,0 por ciento. Lo anterior hace pensar que los bonos basura serían excelentes inversiones.

Una vez que los canales de distribución para bonos de alto rendimiento fueron establecidos y el mercado fue apoyado por los inversionistas, las compañías comenzaron a emitir los bonos que estaban debajo del grado de inversión. En 1983, la cantidad de títulos de alto rendimiento comenzó a aumentar agudamente.

Para 1987 los títulos basura representaron aproximadamente el 24% de la deuda corporativa excepcional. Ver figura 4.10.

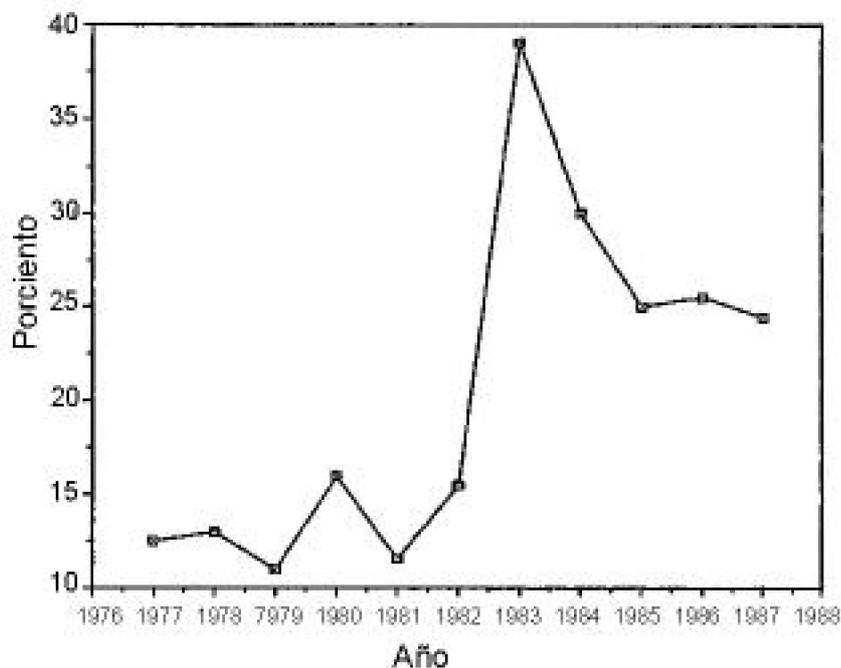


Figura 4.10. Participación de los Bonos de Alto Rendimiento como porcentaje del Total, 1977-1987

Fuente: The High Yield Debt Market: Investment Performance and Economic Impact, Edward I. Altman (Editor)

## El impacto de los Bonos Basura en el funcionamiento industrial

Bien es sabido que el empleo, la productividad, las ventas, los gastos de investigación, y del mercado de capitales son claves para determinar el funcionamiento de una firma o una industria. Considerando esto, procederemos a analizar los resultados existentes en estos tipos de empresas que han utilizado bonos de alto rendimiento con respecto al resto de su industria.

### Creación y retención del Trabajo

Los llamados Bonos Basura están siendo utilizados en algunos casos para las tomas de posesión, las cuales dicen siempre traer despidos y una alta tasa de desempleo ocasionados por cambios en la propiedad, la gerencia, la dirección corporativa, y la nueva tecnología entrante. Por esto, es esperable que se despidan personal, pero está demostrado que las firmas pequeñas son la fuente principal del crecimiento del empleo y que la actividad de reestructuración se asocia a mayores aumentos de la productividad. Las plantas que se venden generalmente son aquellas que tienen pocas ventajas competitivas y que, luego de su venta, los nuevos dueños la hacen funcionar eficientemente y estudios de varias compañías confirman que a mediano plazo, las

fusiones y las adquisiciones dan lugar a aumentos de la eficacia y del empleo. Por lo tanto podemos señalar que estas empresas pueden dar un mayor crecimiento al trabajo que empresas maduras y ya consolidadas.

Entonces podemos apreciar ciertos aspectos relevantes sobre este tema:

- Las firmas pequeñas y medianas proporcionan nuevas fuentes de trabajos.
- La reestructuración financiera se relaciona de cerca con las reducciones de costos, mejoras en productividad e incremento de empleos.
- Retención del trabajo de los mercados en los sectores que hacen frente al desempleo en aumento dependen de la capacidad de reducir costos, de mejorar productividad, y de crear las estructuras de gerencia de acuerdo con las estrategias del mercado.

### **Efectos en la productividad y en las ventas**

A menudo, la reestructuración implica nuevas prácticas de la gerencia y del trabajo, de obtener una cuota estratégica del mercado, o del desarrollo de nuevos procesos o de la distribución que mejoran eficacias hacia índices de retornos más altos. En Estados Unidos se encontró que la mayoría de las industrias que utilizaron los instrumentos de alto rendimiento y se reestructuraron obtuvieron aumentos de productividad considerables.

Es sabido que el crecimiento de las ventas es un indicador de la fuerza competitiva y de la posición del mercado de una compañía. Y en el caso particular, las firmas de alto rendimiento demostraron un índice de crecimiento anual en las ventas de 9.38 por ciento, comparado a 6.42 por ciento para la industria en el general. Por lo mismo podemos decir que la emisión de los títulos de alto rendimiento se asocia a una cuota de mercado incrementada.

Es normal esperar que las reestructuraciones den lugar a aumentos relativos en productividad y la evidencia demuestra que esto es efectivamente así, ya que entre 1980 y 1987 el crecimiento de la productividad de las plantas que al menos realizan pequeños cambios de estructura es de 9 por ciento en promedio con respecto a la industria respectiva en general (Lichtenberg y Siegel, 1987), y llegándose a encontrar mejoras dramáticas dentro de la misma empresa en algunas empresas entre 1984 y 1986 de cerca del 35 por ciento y superior a un 15 por ciento en comparación con el resto de sus respectivas industrias.

### **Efectos en la Inversión de capital**

El costo, el nivel, y la asignación de capital son indicadores fundamentales de lo que es el planeamiento futuro de firmas e industrias. Considerando que cuando una firma realiza una emisión de deuda busca incrementar su capital ya sea para ampliarse, reestructurarse o desarrollar nuevos proyectos, podemos ver que las firmas de alto rendimiento crecen rápidamente, igual que sus índices de capital invertido, aumentando su total invertido en capital tres veces más que su industria.

Las firmas de alto rendimiento demostraron una tasa de crecimiento anual en gastos

de capitales que era más del doble que la industria en su totalidad. Por lo que se puede concluir que la emisión de bonos basura trae consigo un aumento en las inversiones y en el crecimiento, que es consecuente con lo esperado de un emisor de deuda, pues se espera que basen su capital en productos nuevos, procesos, y realces de productividad para aprovechar las nuevas oportunidades y para mejorar su posición en mercados altamente competitivos.

Al analizar todos estos indicadores de funcionamiento de las firmas, se demuestra que los títulos de alto rendimiento tienen un impacto positivo en el funcionamiento de la corporación a través de una amplia gama de las medidas de funcionamiento aceptadas. Y además, la evidencia empírica señala que la distribución de los títulos de alto rendimiento es paralela a la distribución de la actividad de reestructuración, que se asocia de cerca a crecimiento de la productividad. Pues como ya hemos visto, los años en que la distribución de títulos de alto rendimiento alcanza sus niveles más alto corresponden al periodo comprendido entre 1983 y 1985, alcanzando niveles superiores al 25 por ciento total de las deudas emitidas y concordando con los años de fuerte reestructuración en Estados Unidos, que conllevaron aumentos de productividad cercanos al 17 por ciento promedio con respecto al periodo anterior a la reestructuración.

## **Foco en compañías de alto rendimiento**

---

Si vemos casos particulares para distintas firmas, se puede apreciar en todo lo que se han beneficiado del uso de este tipo de financiamiento de alto rendimiento, respondiendo a presiones de cambios económicos, modificando estrategias, adoptando nuevas tecnologías, y cambiando sus canales de fuente y de distribución, entre otros. Demostrando que las firmas de alto rendimiento muestran una o más de las siguientes características:

- La capacidad de definir estrategias firmes basadas en economías de escala industriales.
- La capacidad de moverse más allá de los productos tradicionales y de mantener productos complementarios.
- Organización flexible de la gerencia.
- Especialización de productos.
- Aplicación de tecnologías avanzadas a los productos y servicios.
- Búsqueda de la flexibilidad financiera.

## **Los Bonos Basura y su relación con las Compras de participaciones apalancadas, reestructuración corporativa y deuda en 1980**

---

Los bonos basura jugaron un papel importante en las tendencias económicas, proveyendo a las empresas privadas los fondos que permitieron que superaran a sus industrias en las medidas de rendimiento claves. Muchas compañías comenzaron a

visualizar las compras de participaciones apalancadas (LBOs) como manera atractiva de reestructurar sus operaciones y promover su colocación competitiva. Esta se refiere generalmente a una adquisición en la cual el que compra utiliza deuda substancial (mayor y subordinada) a la toma de un negocio privado o a las finanzas de cambio de control corporativo. Además han sido consideradas como una parte cada vez más grande de los cambios de la propiedad y se han convertido en una parte importante de la historia de los bonos basura. Algunos bancos de inversión estiman que mientras que los bonos basura han considerado solamente cerca del 8 por ciento del financiamiento de la fusión y de la adquisición, los títulos de alto rendimiento pueden explicar el 25 ó 30 por ciento del apalancamiento en el financiamiento de la compra de participaciones.

De todas maneras, el porcentaje que se ha mencionado anteriormente no es significativo para concluir que este fue el principal uso que se le dio a los bonos de alto rendimiento.

## **Respuestas de orden público a los Bonos de alto Rendimiento**

---

La evidencia demuestra que las compañías de alto rendimiento superan a sus industrias en el empleo, las ventas, la productividad, la inversión en capital, y en gastos de capital e intensidad de I+D. Con estas ventajas fluyendo del uso de los bonos basura, se esperaría naturalmente que el orden público los favoreciera y potenciara. Sin embargo, los legisladores del congreso de cada Estado y los líderes de los Estados Unidos han actuado regulando, normando o rechazando los bonos de alto rendimiento, viéndolos como un "papel mediocre" y un "juego de apariencias." Pero sería bueno preguntarse, ¿Qué podría resultar de esta resistencia política a los bonos de alto rendimiento?

Los accesos eficientes a capital que impulsan la onda actual de reestructuración corporativa podrían desaparecer, haciéndola cada vez más difícil desarrollar productos nuevos para las compañías pequeñas y medianas, o responder simplemente a los mercados y a las tecnologías cambiantes. Sin accesos a la deuda de alto rendimiento, las compañías inevitablemente tendrán que usar convenios restrictivos que se asocian a la deuda bancaria y a colocaciones privadas, o forzar a estas compañías a ofrecer su patrimonio en mercados impredecibles.

Las corporaciones no serían las únicas afectadas. Los inversionistas de renta fija podrían perder una manera importante de aumentar su cartera de riesgo-retorno, y los inversionistas del patrimonio ya no encontrarían premios producto de adquisiciones, es decir, retornos más altos, resultado del cambio de propiedad. La resistencia política a los bonos basura y a las reestructuraciones podría revertir décadas de liberalización de créditos gracias a esta fuente de financiación más eficiente.

Antes, en los comienzos del mercado de las obligaciones basura, el escepticismo del crédito era más frecuente que su resistencia.

Con respecto a problemas de "monopolios compartidos" y a las compañías que practicaban estrategias anticompetitivas en el mercado, las soluciones propuestas se centraron en la intervención del gobierno y la regulación que conducía al desposeimiento de varias operaciones.

Más allá de las regulaciones simbólicas adicionales a los desposeimientos legislados en la reorganización industrial, las regulaciones anticompetitivas más recientes, tenían la consecuencia inesperada de animar los tipos de diversificación horizontal improductivas de las conglomeraciones que afectaban negativamente el funcionamiento corporativo en 1970. En las iniciativas de orden público se identificaron las soluciones inadecuadas (intervención del gobierno) a un problema bien planteado (la conglomeración y la energía corporativa que conducía a ineficiencias económicas y de mercado). Las corporaciones grandes se habían comenzado a organizar para parar las competencias y para obtener el control corporativo.

### **Políticas Federales y estatales que regulaban los títulos de alto rendimiento**

Como parte de las regulaciones a las ofertas, las revisiones fueron propuestas en el acto de intercambio de títulos, para así restringir la aplicación a los títulos que causarían una reducción en el grado del bono nacional existente.

También se propuso dejar tomas de posesión hostiles financiadas por corporaciones grandes e inversionistas extranjeros para protegerlos a ambos, junto con la prohibición de tener títulos de bonos basura a instituciones. En esta fecha, el mercado de alto rendimiento se había amarrado a una distorsión legislativa considerable. Otras medidas apuntaban a la deductibilidad del interés y, con respecto a la regulación de la adquisición, todavía se estaba bajo deliberación.

### **Política de Reserva Federal**

Los reguladores del Banco Federal han tomado recientemente importantes medidas para ampliar la limitación que había sido impuesta ante la capacidad de bajar de las instituciones financieras su supervisión de adquirir bonos con baja clasificación. Las nuevas propuestas legislativas se han centrado sobre todo en el uso de los ingresos de la reestructuración dados los bonos usados para eso, especialmente en tomas de posesión hostiles y de LBO.

El senado, el comité de las actividades bancarias y otros entes reguladores autorizaron a los bancos nacionales a invertir en títulos de deuda corporativa según un requisito de reserva basado en riesgo, que evita que los bancos inviertan más del 10 por ciento de su capital y exceso corporativo en emisiones de deuda.

### **Regulaciones**

Hubo 4 fuentes de regulaciones que obstaculizaron un crecimiento económico más equitativo y rápido, estas son: la sobre regulación de las actividades bancarias, del seguro, de los ahorros y de las fusiones.

### **Regulaciones de la actividad bancaria**

El proceso paso a ser progresivamente estandarizado y mecánico, más dependiente de la documentación, con fórmulas analíticas y reglas rígidas para el juicio del examinador.

Las empresas más pequeñas eran particularmente susceptibles a estos choques, por lo que su actividad económica se contrajo en relación a las más grandes. Las firmas pequeñas tienen cocientes de deuda/patrimonio más bajos que las empresas de mayor tamaño, de modo que los préstamos a las empresas pequeñas tienen un efecto multiplicador más grande en los recursos financieros totales disponibles para la firma.

El impacto de las regulaciones fue reducir la flexibilidad de manejar las estructuras de capital para lograr nuevos objetivos.

### **Regulaciones del Seguro**

La Asociación Nacional de Comisiones del Seguro (NAIC) introdujo distinciones más finas en las clasificaciones de créditos de bonos corporativos. Bajo el antiguo sistema de clasificación, muchos títulos (especialmente bonos públicos) con calidad de crédito equivalente a los grados de agencia BB o B recibieron una clasificación de NAIC de grado de inversión. En el año inicial de la reclasificación, los aseguradores informaron que la clasificación de los bonos de baja inversión aumentó de un 15 por ciento la tenencia de bonos en 1989 a 21 por ciento en 1990.

Las compañías de seguro debían calcular sus ratios de capital ahora ajustados por riesgo, lo que hizo que estas compañías cambiaran radicalmente sus portafolios.

### **3.-Regulaciones del ahorro**

Las restricciones regulatorias en la inversión del ahorro redujeron la capacidad del mercado para autocorregirse en respuesta a cambios en las condiciones económicas. El impacto de la desestabilización reguladora era dramático. En 1990, el bono de alto rendimiento medio negoció en 66 por ciento de su valor nominal.

Entre 1989 y 1990, el Índice de Alto Rendimiento de Merrill Lynch registró su único retorno negativo de la década (-4,36 por ciento).

Las rupturas inducidas por las acciones prosectorias y regulatorias en 1989 y 1990 eliminaron la liquidez y flexibilidad del mercado para el desarrollo y los refinanciamientos.

### **4.-Regulaciones de la fusión**

La considerable evidencia económica demuestra que la expansión y el cambio en la propiedad de las firmas se asocia altamente al crecimiento en la productividad, el empleo, la cuota de mercado y la maximización del valor, además la renta futura más alta de las firmas fusionadas provenientes de los aumentos de productividad también contribuyen a aumentar la base impositiva. Esto, no evita el hecho de que hubo transacciones mal estructuradas que dieron lugar a pérdidas.

Las regulaciones restrictivas sobre el cambio de propiedad que emergieron durante el final de los años 80 contribuyeron dramáticamente al estancamiento del crecimiento a inicios de los años 90. La ola de restricciones en transacciones de alto endeudamiento eliminó una fuente importante del financiamiento del cambio de propiedad.

### Legislación Impositiva

En 1987, el comité de finanzas del Senado consideraba una disposición de limitar la deductibilidad de los intereses que provengan de deudas relacionadas con adquisiciones en el monto de los impuestos a pagar. Esta idea se ve más favorecida dada la necesidad de reducir el Déficit Federal, pues esto implicaría un aumento en las arcas Fiscales producto de mayores recaudaciones impositivas. Pero cabe destacar que esto traería serias implicaciones para los negocios y los mercados de capitales de los cuales depende, dado el aumento en los costos de endeudarse.

Una opción se ha adoptado para reducir los dividendos de la corporación que recibían deducciones del 70 por ciento al 50 por ciento. En 1988 y 1989, el Congreso también consideraba provisiones para limitar deducciones del interés en deuda de la adquisición y de gravar el descuento en el mercado en bonos. Los estados también han considerado medidas de limitar la deducción del interés de la deuda relacionada con adquisiciones.

### Legislación Antiadquisición

Uno de los efectos más significativos de restringir la actividad de la reestructuración ha venido de la legislación de antiadquisición diseñada para proteger a los gerentes de las empresas. De 1985 a 1989, los sentimientos de antiadquisición barrieron a las legislaturas de los estados como parte de la onda reguladora contra bonos de basura y cambios en el control corporativo.

A la luz de la evidencia de que las tomas de posesión no promueven los despidos o clausuras de plantas, es interesante que la prensa estadounidense cite como "trabajo protectoro" una de las principales ventajas de esta legislación.

Esta legislación representó casi US\$1.2 mil millones en pérdidas de capitales inmediatas a los accionistas, las cuales podrían ser mucho menos que los premios que tendrían con la adquisición y a los que tendrán que renunciar como resultado de la nueva ley. El FTC (Comisión Federal) concluyó que **"este estatuto no protege a accionistas,"** y que adicionalmente **" la ley protege a gerentes a expensas de los accionistas."**

Estas presiones han conducido a una onda sin precedente de la legislación de antiadquisición, con las leyes protectoras trabajando en cuatro aspectos básicos:

- Algunas leyes limitan los derechos a voto de un accionista que adquiere cierta cantidad de acciones
- Otras leyes pueden retrasar las combinaciones de negocios para cierto número de años
- Otras leyes imponen los criterios de precio justo
- Otro tipo de legislación de la antiadquisición permite a accionistas minoritarios gastar sus ingresos de tenencias a expensas de adquirir más acciones.

Quizás las provisiones más rigurosas de la antiadquisición imponen una "protección" a los

derechos a voto después de que un comprador potencial adquiere el 20 por ciento de las acciones de una compañía. Las acciones adicionales proporcionan solamente el 10 por ciento de los derechos a voto que esas partes llevarían normalmente. Bajo tal disposición, un comprador que adquirió el 70 por ciento de las acciones de una compañía tendría solamente el 25 por ciento en una votación, y se podría vencer en una votación por los accionistas restantes.

### **El orden público y El poder privado**

La mayoría de las medidas y leyes que hemos visto discriminan en favor de compañías grandes, establecidas con créditos más altos.

El capital es la sangre de cualquier negocio. Y el acceso al capital ayuda mucho. Si un negocio está muriendo literalmente, la restricción de su acceso al capital puede ser una buena manera de prevenir pérdidas y omisiones masivas. Pero si el negocio es pequeño, sano, y de crecimiento, o necesita simplemente el capital para reestructurar y recuperarse, el restringir el acceso al capital podría ser un serio problema, llevándola a la muerte.

Los esfuerzos continuados de inhibir la emisión y la inversión en títulos de alto rendimiento han tenido un impacto negativo en la tasación, la liquidez, y la confianza del inversionista.

### **EL discurso Político**

Como hemos visto, la diferencia entre la opinión política y la realidad económica sobre títulos de alto rendimiento es considerable. Los bonos basura se han confundido con varios factores que tienen poca relación:

- Los bonos de alto rendimiento se asumen como la causa de las adquisiciones.
- Los bonos de alto rendimiento se asocian a escándalos, malos negocios y cierres de plantas
- Los títulos basura son culpables por las malas listas de préstamo de ahorros, de los bancos, y de los fondos de jubilación que fallan

Mientras que los bonos basura se pueden utilizar en financiar la toma de posesión, hemos visto ya que no causan las transacciones hostiles. Por otra parte, el hecho de que un reparto esté llamado como "hostil" no significa que es malo. En algunos casos, las tomas de posesión no solicitadas han provisto a accionistas premios sustanciales y han traído nueva vida y vitalidad a las compañías objetivo.

Mientras que los bonos basura se asocian a cierres de planta y a pérdida del trabajo, toda la evidencia empírica demuestra que tal impresión es completamente infundada. Las compañías de alto rendimiento están cuadruplicando la producción con respecto a sus industrias respectivas. Además, el índice del cierre de una fábrica es perceptiblemente más bajo que la tasa entre las plantas en general.

### **Límites conceptuales de la regulación del alto rendimiento**

---

Un título de alto rendimiento que se negocia en mercados públicos con liquidez considerable y “Due Dilligence” rigurosos han limitado mucho su riesgo como instrumento de inversión. Los préstamos comerciales logran el mismo propósito y tienen las provisiones para asegurar seguridad y validez. En el contenido, los instrumentos financieros son esencialmente iguales. ¿Pero porque se diferencian así?

Un factor que contribuía a la opinión negativa de los bonos de alto rendimiento ha sido un acercamiento anticuado para arriesgar un análisis. Mirando solamente el balance, que es una foto de una condición financiera de las firmas en un día dado, es fácil asumir que son compañías altamente apalancadas. Pero si esas compañías están poniendo su apalancamiento al uso productivo, pueden generar bastante flujo de liquidez para mantener su deuda y todavía para ganar beneficios atractivos.

El mito que el apalancamiento adicional retardará el crecimiento de la productividad, causará desempleo desenfrenado, y que reduce el gasto de I+D se ha demostrado que es solo un mito. Si el orden público no puede distinguir entre mito y realidad, los Estados Unidos puede tener que hacer frente a las realidades desagradables que podrían seguir de la regulación indebida de sus mercados de capitales.

## Hacia una nueva economía

---

Como hemos visto, en los años 80, los títulos de alto rendimiento desempeñaron un papel importante al permitir la reestructuración de compañías en industrias maduras y la explosión de nuevas compañías, e innovadoras industrias. Para el futuro una cosa está clara: Cualquier acción que dificulte a las pequeñas y medianas compañías obtener capital necesario para estas, también hace más difícil que la economía del país crezca y compita. Si las fuerzas políticas que crean regulaciones no dan esta perspectiva económica, sus acciones podrían tener un efecto devastador en la viabilidad de las firmas en mercados globales altamente competitivos.

### Barreras a Cambiar

Las compañías más pequeñas siempre están sintiendo el problema de las fluctuaciones de la economía y esta demostrado que la opción del financiamiento bancario no es una gran alternativa para enfrentar los cambios de la economía. No es probable que esta tendencia mejore hasta que el Gobierno realice un cambio positivo a sus políticas en pro de estas empresas tan importantes para cualquier economía mundial.

El requisito para la mayoría de las compañías en los próximos años será moverse más allá de decisiones corporativas dogmáticas del financiamiento a estructuras de capital más dinámicas que mezclen deuda y patrimonio en combinaciones más eficientes para obtener capital y mantener los costos moderados. Mientras que el mercado de alto rendimiento ha crecido en años recientes, las nuevas estructuras del patrimonio y los títulos de deuda (y de las combinaciones de ambos) se han ideado para desarrollar nuestra tecnología financiera y por lo tanto para reducir costes de capital.

### Creación de Instrumentos Innovadores de Alto Rendimientos

Una amplia gama de instrumentos innovadores de financiamiento se ha desarrollado dentro del mercado de alto rendimiento. El foco de estas innovaciones ha sido la reestructuración y, principalmente, la potencial renta que producía al futuro. La aplicación de estas innovaciones a los nuevos sectores que prometen mayor crecimiento, será importante, pero muy limitado sin el apoyo de las reformas políticas. Al desarrollar tecnologías financieras nuevas, Milken contradujo la sabiduría convencional de las finanzas corporativas de que la opción del financiamiento era una decisión negra o blanca entre la deuda y el patrimonio. Como Milken lo describió, su papel y el de otros financieros:

***“Es el trabajo del financiero proporcionar las herramientas relevantes que permiten a la compañía adaptarse al cambio”. (Milken, 1990)***

### **Fuentes futuras del crecimiento**

Los sectores de crecimiento rápido, innovadores de la economía continuarán buscando el financiamiento de alto rendimiento. Como en el pasado, las fuentes más grandes del desarrollo económico podían venir de sectores excluidos actualmente de los mercados de capitales. También este financiamiento será necesario para lograr la integración regional resultante de las economías mundiales.

El acceso restringido al capital podía forzarnos a hacer frente al vigésimo primer siglo con los negocios y los mercados, desesperados en la búsqueda de uno del otro. Es axiomático en el negocio que el patrimonio y la eficiencia económica realzan uno a otro. Sin embargo, si no podemos maximizar ambos, también dejarán mucha gente y muchas comunidades atrás, aumentando los costos sociales y económicos que acortarán la fuerza competitiva y el futuro.

Tener acceso al capital, para el desarrollo de recursos humanos, y para la creación y la distribución de productos y servicios nuevos para solucionar necesidades sociales son los “ingredientes” acertados en el mercado de alto rendimiento del pasado y crearán el mercado internacional de alto rendimiento del futuro.

Todos los países tienen el problema común de la diferencia de monedas usadas. Una solución a este problema podría ser crear los instrumentos de mercado de capitales secundarios que conservarán el nuevo capital, atraerán el retorno del capital nacional, y desarrollarán a socios estratégicos de inversión extranjera.

Crear mercados de capitales eficaces y entre estos países negociar sus títulos aumentaría la liquidez del mercado y ayudaría a la participación económica de los trabajadores, empresarios, e inversionistas domésticos y extranjeros. En todos estos países, las reformas económicas deben ahora incluir la reestructuración de las unidades económicas grandes e ineficaces y convertirlas en nuevos centros de crecimiento, de generación de renta y de trabajos.

Las estrategias de alto rendimiento del futuro continuarán a la propiedad y al control a través de una estructura financiera que ligue a inversionistas y a Trabajador/Gerencia-Dueños para estimular la eficacia del funcionamiento y la productividad del empleado, creando valor económico. Esto restaurará el objetivo que ha sido perdido por los burócratas corporativos y por los agentes reguladores ineficaces.

Las nuevas organizaciones corporativas y las estrategias engendradas por el financiamiento de alto rendimiento pueden continuar creando las oportunidades para el cambio social y económico. La definición de una nueva economía y el nuevo siglo nos llevarán al equilibrio.



# **PARTE III BONOS DE ALTO RENDIMIENTO COMO ALTERNATIVA DE FINANCIAMIENTO PARA LA PEQUEÑA Y MEDIANA EMPRESA.**

## **CAPÍTULO V ESTRUCTURA DE FINANCIAMIENTO DE LAS PYMES, CAPITALISMO POPULAR Y BOLSA EMERGENTE**

Hemos visto en los capítulos anteriores que la alternativa de los Bonos Basura es una buena opción para financiamiento en las pequeñas y medianas empresas en el mercado de Estados Unidos, sin embargo es relevante observar si es posible implementar tal alternativa en nuestro país. Con este fin es que nos propondremos analizar la estructura de deuda de las Pymes para evaluar la factibilidad y propensión de este tipo de empresas a la deuda. Luego analizaremos el Capitalismo Popular y su impacto en Chile, para ver si en la historia nacional ha funcionado la participación de pequeños inversores y, en

particular las Pymes en los mercados de inversión y deuda. Finalmente veremos como el Gobierno de Chile a desarrollado políticas y leyes que apoyan el desarrollo de las Pymes, instaurando mecanismo de apoyo a estas empresas más riesgosas, como lo es la Bolsa Emergente, lo que indicaría una alta probabilidad de crear con éxito un mercado de deuda bien regulado para este tipo de instrumento, si es que resulta exitosa la bolsa emergente.

## **NIVEL DE ENDEUDAMIENTO DE LAS PYMES**

---

Resulta fundamental poder conocer la estructura de endeudamiento que poseen las Pymes para poder lograr una base más amplia y sólida antes de concluir si la alternativa de financiamiento utilizando Bonos de Alto Rendimiento es realmente aplicable a este tipo de empresas, pues resulta evidente que si se desconoce el nivel en que están dispuestas a endeudarse las Pymes, no se podrá afirmar si es una buena opción, ni cuanto nivel de deuda es apropiado emitir sin perder el objetivo buscado por la Pymes ni su propiedad al no poder solventarla.

El nivel de endeudamiento de la pequeña y mediana empresa nace principalmente debido a que las grandes compañías tiene la ventaja que pueden utilizar activos prescindibles o sacar cuentas de esta forma buscar los menores costos y obtener recursos para financiar sus proyectos o reestructurar su deuda, esta posibilidad las pequeñas y medianas empresas no la tienen.

Por lo tanto están obligadas a buscar créditos sólo en Chile, que en muchos casos implican intereses que para muchos son inaccesibles.

Existen 4 elementos relacionados al riesgo de las Pymes que determinan que el acceso a cualquier tipo de financiamiento pueda ser más caro y complejo para ellas en términos comparativos:

- En general existe menos información histórica del negocio que en grandes empresas.
- Tienen por lo general menos información de gestión financiera - contable que las grandes empresas.
- En general tienen menos garantías reales que las grandes empresas.
- Sus flujos de caja por lo general son menos predecibles.

### **El Desarrollo de los Activos y su Financiamiento**

Los empresarios, dada su capacidad creadora, tienden a observar mayormente el lado de los activos que el de los pasivos en sus empresas.

Esto genera sistemáticamente brechas, ya que el crecimiento (reflejado en el lado de los activos) requiere ser financiado por alguna vía. Esta situación se puede visualizar en las figuras 5.1 y 5.2.

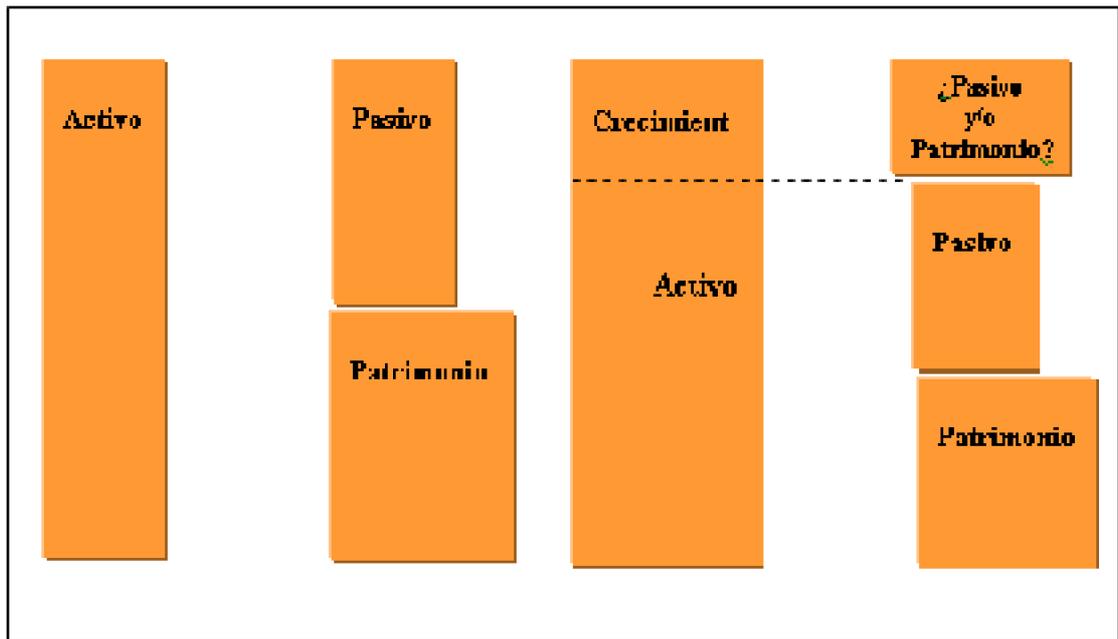


Figura 5.1. Financiamiento del Crecimiento

Fuente: Estudio de Pymes de ArthurAndersen.

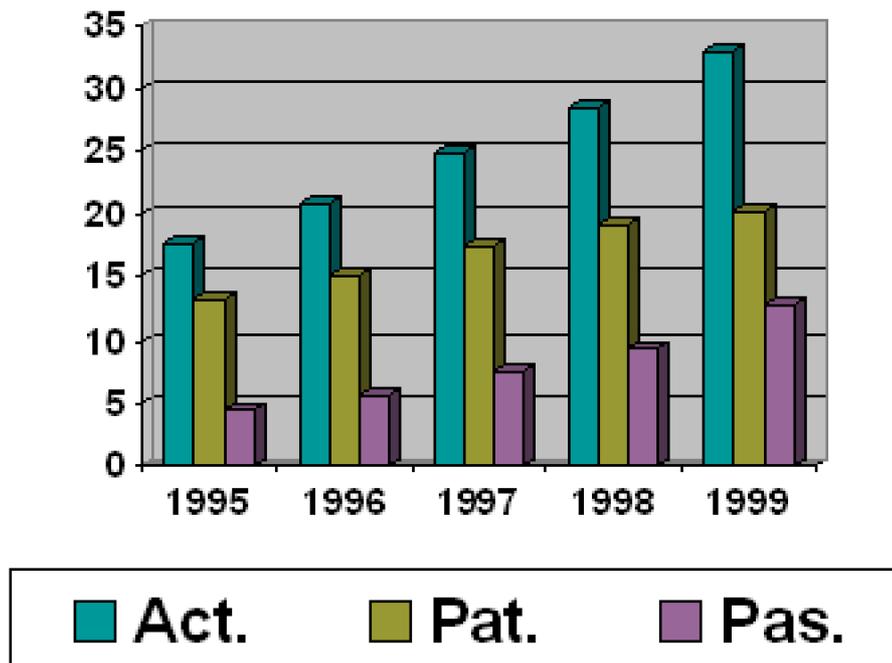


Figura 5.2. Crecimiento de los Activos

Fuente: Estudio de Pymes de ArthurAndersen.

Los activos de las empresas han crecido en promedio un 16,8% anual desde 1995. Este crecimiento ha requerido ser financiado por fuentes como deuda y/o patrimonio. La evolución de este financiamiento se ha hecho más intensivo en deuda, pasando de un

ratio deuda / patrimonio (leverage) de 0,35 en 1995 a 0,64 en 1999.

Las Pymes chilenas pueden ser definidas como empresas emergentes dentro de un país emergente, por lo que el riesgo que involucran es exponencial.

Muchas pequeñas y medianas empresas ya poseen una situación económica agobiante. Como el financiamiento bancario está restringido, las Pymes están consiguiendo el flujo de caja gestando créditos con garantías del patrimonio personal y familiar de los dueños de estas empresas. Esto ocurre debido a que los activos de las empresas son subvaluados e insuficiente respaldo para las entidades bancarias, de allí que los empresarios se ven obligados a obtener préstamos personales, que luego traspasan a la compañía.

Según algunos gremios, la deuda total de las Pymes supera los \$5 mil millones de dólares, siendo que lo que se estima oficialmente son mil millones. Y según el señor Rafael Cumsille el sector registra un endeudamiento previsional, tributario y financiero que asciende a los 500 millones de dólares.

En una perspectiva de mediano plazo la situación de la pequeña y mediana empresa nacional, generadora de más del 85% del empleo país, requiere de esfuerzos para la creación de condiciones que les permitan seguir compitiendo, pero también de una acción decidida de sus propios empresarios para asumir la evolución de los mercados en que están insertos.

Dado lo anterior el gobierno reprograma las deudas de las Pymes. Ver cuadro 5.1. El plan considera diferentes líneas de acción y contempla la movilización de un total potencial de recursos por US\$ 2.200 millones, entre créditos nuevos y reprogramaciones de deuda bancaria con garantía parcial del Estado, y pactación de convenios de deuda previsional y tributaria.

PARTE III BONOS DE ALTO RENDIMIENTO COMO ALTERNATIVA DE FINANCIAMIENTO PARA LA PEQUEÑA Y MEDIANA EMPRESA.

	(1) Recursos posibles de movilizar (mm U\$F)	(2) Beneficiarios	(3) Condiciones
1. Deuda bancaria y acceso a crédito: Garantía de 30% (40% para deudas reestructuradas como capital de trabajo). Estado provee cales por U\$F 300 millones. BECU U\$F 200 millones.	1 000	Empresas que el año 2000 hayan vendido hasta \$ 1.000 (UF\$ 40.000) 40.000 empresas.	Máximo valor de crédito de mm \$ 100 mm. con plazos mm desde 30 meses hasta 4 años incluido un periodo de gracia máximo de 6 meses.
Garantías de hasta el 40% para créditos de pre-embargo para exportadores.	200	Exportadores no tradicionales; ventas menores U\$F 10 millones. (500 empresas).	
Plan de garantías para que el Banco del Estado preste preferentemente a la pequeña empresa. 40 plataformas especializadas y nuevos productos.		50.000 micro y pequeñas empresas.	
Ampliación en 50% del presupuesto de subsidios a la intermediación financiera para beneficiar a microempresas.	10	10.000 microempresas.	
2. Deuda previsional De apoyo ley que permita la cancelación de conceptos de pago de deudas previsionales.	470	250.000 empleadores.	Estos contratos se celebraron una vez y se les permite cancelar la deuda en cuotas mensuales hasta en 18 meses.
3. Deuda tributaria Convenios de pago de tributos adelantados	250	Ventas netas de IVA, menores a mm \$ 200 e independientes con la categoría. (50.000 empresas)	Se congelan intereses y multas y pueden pactar a 12 meses el pago de deudas que las entre el 1 de enero de 1998 y el 31 de enero de 2001.
<b>Total</b>	<b>2.160</b>		

Cuadro 5.1. Reprogramación de deudas Pyme

Fuente: Ministerio de Economía.

Pese a lo antes señalado, lamentablemente existe un importante sector de la economía local que está semiparalizado. Y no es un secreto, pues las Pymes son entidades que desde hace cinco años han sido postergadas, o bien los intentos que han hecho las autoridades para ayudarlas no han sido suficientes.

Debemos reconocer la presencia de restricciones al acceso al crédito y una tendencia a la exclusión de ciertos segmentos de empresas. Estas restricciones y exclusiones no obedecen directamente a razones de tamaño de las empresas, sino que a factores de pertenencia a sectores riesgosos de actividad económica, o bien, a características propias de las empresas tales como operar con bajos márgenes de comercialización y/o con escasa diversificación de productos.

Conceptualmente, se supone que las fallas de acceso y el racionamiento de crédito se originan en asimetrías de información y mayores costos de transacción en la relación

## BONOS DE ALTO RENDIMIENTO: ¿UNA FORMA VIABLE DE FINANCIAMIENTO EN LA PEQUEÑA Y MEDIANA EMPRESA?

comercial de los intermediarios financieros con las empresas de menor tamaño.

La preocupación por posibles discriminaciones en el acceso al crédito y a fondos de capital de riesgo, está presente incluso en los mercados financieros más desarrollados. La siguiente cita del Presidente de la Reserva Federal de los EE.UU. de Norteamérica es ilustrativa:

**"Si los participantes en el mercado discriminan, ...entonces el crédito no fluye hacia los usos más rentables y la distribución del producto se distorsiona" (Alan Greenspan, Conferencia sobre "El acceso a crédito y capital"; Arlington, Virginia, 8 de Abril de 1999).**

El cuadro 5.2 muestra la distribución del crédito bancario por tamaño de empresas. A diciembre de 1998, la deuda de las Pyme alcanzaba a UF276 millones (alrededor de \$US8.200 millones).

Ante esto se podría argumentar que si las Pymes recibieran más crédito, su participación en las ventas aumentaría.

En el cuadro 5.3 la tasa de deudas vencidas de créditos a empresas pequeñas es considerablemente mayor que las de empresas grandes (2,63% vs. 0,39% en 1994 y 4,12% vs. 0,84% en 1999). Sugiriendo que el costo total por peso prestado es mayor si se trata de una Pyme; junto con los costos por mayor riesgo, el costo de prestarle a Pymes es considerablemente mayor.

Es razonable esperar que las Pymes paguen tasas de interés más altas porque sus costos administrativos y tasas de incumplimiento son más altas.

	(1) Crédito total (millones de UF) (1998)	(2) Participación en el crédito (%) (1998)	(3) Participación en ventas (%) (1998)	(4) CIC(1)	(5) en Crecimiento del crédito (%) (1994-1998)
Micro	93,9	10,33	4,40	2,35	18,8
Pequeña	159,1	17,79	12,46	1,70	49,7
Mediana	117,5	13,02	11,26	1,15	
29,9					
<b>Pyme</b>	<b>276,6</b>	<b>30,41</b>	<b>23,72</b>	<b>1,28</b>	<b>40,6</b>
Grande	539,1	59,26	71,88	0,32	36,8

Cuadro 5.2. Distribución del crédito bancario

Fuente: columnas (1) y (4): Ministerio de Economía; columna (2): CORFO.

	Medio	Pequeña	Mediana	PYME	Grande
<b>1994</b>					
Deuda vigente (millones UF)	77.185	103.471	85.837	193.308	592.542
Deuda vencida (millones UF)	1.523	2.792	626	3.418	1.518
% de créditos vencidos	2,43%	2,63%	0,69%	1,74%	0,29%
<b>1997</b>					
Deuda vigente (millones UF)	92.195	151.872	112.006	260.878	509.258
Deuda vencida (millones UF)	3.206	2.367	771	3.118	2.773
% de créditos vencidos	3,39%	1,52%	0,68%	1,17%	0,41%
<b>1998</b>					
Deuda vigente (millones UF)	90.672	134.680	115.327	156.678	333.669
Deuda vencida (millones UF)	2311	4394	2180	6392	3379
% de créditos vencidos	3,52%	2,76%	1,88%	3,92%	1,00%
<b>1999</b>					
Deuda vigente (millones UF)	85.560	141.935	108.314	250.249	577.448
Deuda vencida (millones UF)	3.746	9.054	3.724	9.418	4.492
% de créditos vencidos	4,37%	4,17%	2,98%	3,67%	0,84%

Cuadro 5.3. Deuda bancaria vencida por tamaño de empresa

Fuente: Román (2000, Cuadros 6, 6-A y 9).

Nota: el porcentaje de créditos vencidos corresponde a razón de la deuda vencida sobre la deuda total.

## Capitalismo Popular

No es utópico pensar que las Pymes pueden llegar a obtener mejores formas de financiamiento para proyectos o sólo para el giro, pues existe evidencia empírica tanto en Chile como en el extranjero de que pequeñas empresas e inversionistas desarrollándose en Mercados de Capitales o de Inversión, realizando importantes transacciones inversoras o, incluso adquiriendo importantes niveles de deuda para financiar proyectos que en el futuro han resultado muy beneficiosos.

Este tipo de síntomas en la economía, con grandes participaciones de pequeños inversores es conocido como "Capitalismo Popular", y lo pasaremos a analizar a continuación.

Una de las representaciones más concretas de la Nueva Economía se da en las bolsas de valores. Nunca ha habido tantas personas invirtiendo sus ahorros -o endeudándose- en los mercados bursátiles (tampoco nunca ha habido tanta gente invirtiendo en acciones de compañías de las que apenas saben nada; tan sólo intuyen sus expectativas de creación de valor), hasta tal punto que el comportamiento de estos mercados se ha convertido en una fuente autónoma del crecimiento económico. Así nació el concepto de capitalismo popular, una denominación con la que Margaret Thatcher designó su proceso de privatizaciones, y que ha hecho fortuna en el mundo en las dos últimas décadas; el capitalismo popular consiste en que los ciudadanos tienen acceso a la inversión en Bolsa y pueden beneficiarse de unas plusvalías crecientes. Así, muchas

familias decidieron a partir de los años ochenta sustituir el ahorro tradicional por el bursátil.

Thatcher no inventó esto pero sí indicó el camino: convertir a los ciudadanos en inversores en bolsa es beneficioso para la economía y para ellos. En los periodos de escasa capitalización bursátil, al menos mantendrán su ahorro. En los ciclos "altos" ganarán un sobresueldo considerable. El reparto directo de acciones entre la población puede ser también un buen medio de privatizar algunas empresas especialmente difíciles, como las petroleras. Por otro lado, la participación de los trabajadores en el accionariado de las empresas donde trabajan contribuye a restar conflictividad laboral y a incentivar su trabajo. En línea con lo anteriormente expuesto, la bolsa ha experimentado una fuerte popularización en la década de los noventa, sobre todo mediante el auge de los fondos de inversión.

Se estima que los impactos que se generan producto del Capitalismo Popular comprenden los siguientes aspectos:

- Incremento de la actividad comercial;
- Mejoramiento del nivel socio-económico de los inversores y del entorno;
- Generación de nuevos centros de trabajo;
- Mejoramiento de la calidad de vida en las zonas relacionadas;
- Creación de polos de desarrollo y
- Generación de mejores rentas.

Pero nada de esto se puede llevar a cabo sin el apoyo decidido de la autoridad pertinente, ya que sin las reformas legales y jurídicas pertinentes para fomentar el capitalismo popular esto tendría escaso éxito. En otras palabras, hay que dar acceso al sector informal para que recuperen sus derechos de propiedad privada y sea la fuerza popular la que pueda dar un nuevo impulso a las privatizaciones y a los proyectos de inversión tan necesarios en la actual economía.

### **Antecedentes**

Aunque a veces se piensa lo contrario, el capitalismo puede ser popular, de hecho, los defensores originales del capitalismo abogaron por este sistema económico porque creían que era el que permitiría un mayor nivel de vida para la ciudadanía, pero sobre todo a estos pensadores también les preocupaba la ética y la justicia, y defendieron el capitalismo porque veían en él la forma de organización social que permitía la autorrealización de las personas, mayor justicia y evitaba los abusos de poder de unos grupos sobre otros. En conclusión, la principal preocupación de los primeros defensores del capitalismo fue la gente, a la que trataban de garantizar tanto bienestar material como moral.

Sólo con el tiempo, y especialmente después de la revolución industrial del siglo XIX, el concepto de capitalismo se degeneró, y sus defensores sólo se preocuparon por el aspecto relacionado con la creación de riqueza. De esta manera los grandes propietarios

utilizaron el capitalismo para defender sus intereses, pero distorsionaron el verdadero sentido de este concepto.

El capitalismo popular es un arreglo institucional que trata de asegurar que la población tenga acceso al capital para lo cual procura elevar la capacidad productiva de cada quién.

Es un sistema político que busca generar riqueza y que esa riqueza esté bien repartida, dando a todos los ciudadanos la posibilidad de forjarse su capital. El capitalismo popular no es únicamente un sistema económico, es también un sistema social que sienta las bases de la paz social.

### **Principios del Capitalismo Popular**

El capitalismo popular no es sólo un sistema que permite alcanzar la justicia social, al permitir a todos una igualdad de oportunidades en el acceso a la producción de riqueza. También es un diseño institucional que propicia la productividad social. Dicho de otro modo, este sistema garantiza que el pueblo acceda a la constante creación de capital y producción.

Como toda idea política, el capitalismo popular parte de ciertos principios como son el acceso popular al capital, la regulación eficiente, la justicia universal entre otros.

### **El Capitalismo Popular en Chile**

En Chile, el "capitalismo popular" nació en 1986 y tendría un profundo impacto en el desarrollo nacional.

La evidencia encontrada en el país muestra como muchos trabajadores han resultado beneficiados gracias a este tipo de capitalismo y sus consecuencias. No solo se logró una nueva asignación de la propiedad de las firmas y el ya mencionado mejoramiento del nivel socioeconómico de los inversores y trabajadores, sino que además se logró un beneficio que no se consideró al momento de aplicarlo en el país, pese a contar con información de distintos países que habían usado el capitalismo popular. Este gran beneficio que lograron los trabajadores consistió en la generación de mejores rentas, o mejor dicho, de aumentos sustanciales en las rentas que llegaron a recibir.

A continuación veremos como se desarrolló el capitalismo popular en Chile, como se utilizó, en que aspectos, su impacto en la economía y lo que se logró del uso de esta idea económica.

### **Desarrollo e Impactos Económicos**

El Gobierno aprendió varias lecciones de la Primera Ronda de privatizaciones en los años 70 que lo indujeron a poner en práctica nuevos métodos de privatización a partir de 1985. Durante la Primera Ronda, persiguió principalmente la maximización de ingresos (mediano plazo), sujetos al mejoramiento de la eficiencia y, con este fin: (a) ofreció a los inversionistas paquetes de acciones controladores, esperando obtener así mejores

precios por acción que mediante una mayor distribución de la propiedad; (b) se proporcionó crédito, ya que estaba consciente que después de la crisis económica y social de la primera mitad de los años 70, el Sector Privado chileno estaba descapitalizado y no tenía capital de operaciones; (c) por las mismas razones, no exigió a los compradores demostrar ser dueños de cierto nivel de patrimonio neto; y (d) no estaba preocupado de los efectos de las privatizaciones sobre la concentración de la propiedad. De hecho, en esa época, se argumentaba que la eliminación de las restricciones comerciales y otras políticas seguidas por el Gobierno probablemente requerían de la existencia de conglomerados fuertes para poder competir en los mercados internacionales, que, por la misma razón, no lograrían el poder monopólico, y que los altos niveles de endeudamiento no habían sido un impedimento para que las compañías japonesas y alemanas tuviesen un buen comportamiento y subsistiesen en el tiempo.

Algunas de estas ideas demostraron ser erradas. El Gobierno, por lo tanto, replanteo sus objetivos para las privatizaciones futuras.

El "capitalismo popular" fue el método elegido para reprivatizar las grandes instituciones financieras, especialmente las acciones de los dos bancos comerciales mas grandes del país (Banco de Chile y Banco de Santiago) y las Administradoras de Fondos de Pensiones privadas mas grandes (Provida y Santa Maria). Algunos otros bancos fueron vendidos directamente a "grupos económicos": uno a empresarios de la mediana minería, otro a un grupo de hombres de negocios del norte del país, un tercero a ciudadanos de la comunidad israelita, etc. En todos los casos se aseguro que, al menos inicialmente, el control estuviese distribuido directa o indirectamente entre un número relativamente grande de personas.

Se debe destacar, que durante e inmediatamente después de la crisis financiera de principios de los años 80, se permitió a todas las instituciones financieras, salvo las intervenidas, intercambiar activos financieros de alto riesgo por bonos del Banco Central, pero con la obligación de recomprar los activos de alto riesgo con sus ganancias, en un período que se esperaba seria muy prolongado, antes de ser autorizadas a distribuir sus dividendos. Las instituciones que habían sido intervenidas y que serían reprivatizadas, solo estaban autorizadas a vender sus préstamos de alto riesgo al Banco Central una vez que se hubiesen recapitalizado a través de nuevas emisiones de acciones suscritas por los nuevos dueños. En el caso de estas instituciones, el período esperado para los pagos al Banco Central, fue considerado excesivo y, por lo tanto, esa capitalización era necesaria

Bajo el nombre de "capitalismo popular", el Gobierno ofreció las nuevas acciones del Banco de Chile y del Banco de Santiago al público general, concediendo un crédito automático a largo plazo y sin interés para pagarlas y ofreciendo un crédito de inversión tributaria extraordinariamente generoso. En efecto, el paquete fue tan favorable que la mayoría de los contribuyentes esperaba recibir las acciones gratis, debido a los dividendos esperados. Existía, sin embargo, un límite al número de acciones que cada persona podía comprar.

En el caso de las Administradoras de Fondos de Pensiones(AFP) Provida y Santa Maria, el "capitalismo popular" se utilizó para financiar el 60 por ciento de la venta de la

primera Ronda y alrededor del 49 por ciento de la segunda Ronda. Esto permitió una mayor diversificación de la propiedad de las acciones.

### **Privatización de empresas estatales tradicionales**

Estas privatizaciones fueron políticamente más delicadas, ya que se debe recordar que no tenían apoyo general, tanto es así que el Gobierno no las había incluido en los planes de enajenación. Por lo tanto, como regla general, se traspasaría los intereses de cada una de estas empresas progresivamente, de modo de ganar el apoyo gradual para su política. Por consiguiente, el Gobierno utilizó diferentes métodos de privatización simultáneamente, ofreciendo acciones a los trabajadores, a los Fondos de Pensiones y a otros inversionistas. A la vez, se preocupó de distribuir las acciones lo máximo posible dentro de lo razonable. Esta última medida significó que primero se legislara para convertir la empresa estatal en una corporación, cuyas acciones podían ser transadas en la Bolsa de Valores, y cuya contabilidad y operaciones serían sometidas a la auditoría de la Superintendencia de Valores y Seguros. Luego se anunciaba, por ejemplo, la privatización del 30 por ciento del capital accionario utilizando una o, a lo más, dos formas de enajenación. Una vez que ese porcentaje había sido traspasado exitosamente, el Gobierno anunciaba la privatización de otro 19 por ciento, tal vez haciendo uso de una tercera forma de privatización, lo que significaba que la corporación aun permanecía bajo control estatal. El anuncio de la privatización de otro 2 por ciento completaba el traspaso del control al Sector Privado. A continuación venía la privatización del resto de las acciones, hasta alcanzar el 100 por ciento, generalmente ofreciendo paquetes de acciones pequeños o medianos en la Bolsa de Valores de Santiago.

Durante los diez años anteriores, el Gobierno había transformado gradualmente la estructura económica de forma tal que las empresas, públicas y privadas, estaban operando en casi un mismo pie, ya sea en un medio competitivo (precios libres, aranceles bajos, libre entrada, legislación antimonopolio) o, si tenían características de monopolio natural, sujetas a normas especiales que tenían el objetivo de proporcionar la producción socialmente óptima al precio "justo". Como consecuencia de esto, las empresas estatales se tornaron relativamente eficientes y en 1985, en general, tenían un balance sano y presentaban rentabilidades aceptables.

### **Logros Generales del Uso de distintas modalidades de Capitalismo**

En términos de ingreso, se estima que el Sector Público recibió más de US\$2,5 mil millones hasta fines de 1989 por concepto de la privatización de empresas estatales. En una base anual, los ingresos variaron desde un 0,1 por ciento del PIB a un 0,3 por ciento del ingreso fiscal, al 3,3 y 10 por ciento de las mismas variables, respectivamente. En relación al PIB, estos ingresos son más significativos que los ingresos por concepto de privatizaciones en Gran Bretaña durante fines de los años 70 y los años 80. Dada la disciplina fiscal del Gobierno, la privatización permitió ejecutar importantes proyectos de inversión que, de lo contrario, no se habrían realizado. Como consecuencia, durante la Primera Ronda se expandió el nivel de gasto social, mientras que durante la Segunda Ronda se aumentó la inversión y se redujo el endeudamiento.

Nuevamente, esto no debería conducir a interpretaciones equivocadas. La privatización llevó al Sector Público a eliminar, para todos los fines prácticos, su participación en algunos sectores económicos claves, salvo el petróleo –y otros sectores como Minería, Sanitarias, etc.-, cuyo valor agregado está disminuyendo rápidamente por causa del agotamiento de los recursos petroleros, dejando más espacio para que el Sector Privado se transforme en el "motor de crecimiento económico".

Esta es, tal vez, la expresión mas clara del cambio revolucionario en la política económica realizada en la década de los 80, que puso al país en una nueva senda reconfirmada por los gobiernos que continuaron a partir de los años 90.

## **Reforma al Mercado de Capitales**

---

En Chile se puede encontrar evidencia de que existe un interés por inversiones riesgosas de alto rendimiento, el cual se ha visto presente tanto en décadas anteriores como en el presente; es así como hoy podemos ver que se da inicio a un mercado que es riesgoso debido al tipo de empresas que participan en él, pero que también tiene la posibilidad de un alto rendimiento debido al potencial crecimiento que estas representan.

### **Bolsa Emergente**

Prueba de la apertura que se tiene en relación al tema de empresas emergentes y sus rendimientos, es que su impacto está considerado en la política de gobierno como una posibilidad cierta de crecimiento. Por esta razón se impulsó dentro de la Reforma al Mercado de Capitales la iniciativa de una Bolsa Emergente. Esta Bolsa permitiría contar con una nueva fuente de financiamiento para las oportunidades de crecimiento de las Pymes.

El punto cinco de la Reforma del Mercado de Capitales presentada por el Ministerio de Hacienda el 19 de Abril del año 2001, contiene fundamentalmente lo siguiente:

### **Bolsa Emergente y Exención a las Ganancias de Capital**

Se impulsará la creación de nuevos segmentos de bolsa para empresas emergentes, otorgando una nueva alternativa de crecimiento a estas empresas y nuevas alternativas de inversión al mercado. Las empresas emergentes son de un tamaño inferior al de las transadas en el mercado tradicional, pero se caracterizan por tener un alto potencial de crecimiento.

La experiencia internacional indica que la transparencia y la liquidez son elementos esenciales para el funcionamiento de mercados eficientes y confiables para los inversionistas. Es por ello que las empresas emergentes requerirán entregar información de alta calidad relativa a los riesgos inherentes a su negocio, con el propósito de satisfacer la necesidad de información de los inversionistas. Sin embargo, y a diferencia de las empresas listadas en la bolsa tradicional, la información a presentar será más bien prospectiva que histórica.

El mercado contará con la figura de una institución asesora en la colocación y de una

creadora de mercado (market maker), las que tendrán la responsabilidad de otorgar liquidez a los papeles transados. La bolsa emergente podrá establecerse en las bolsas existentes a través de un cambio en los reglamentos respectivos. En este sentido, se refuerza la necesidad de autorregulación de las entidades privadas del mercado de valores. En la bolsa emergente se permitirán también las transacciones de bonos.

Adicionalmente, y con el objeto de impulsar el desarrollo de empresas emergentes, quedaran exentas del pago del impuesto a las ganancias de capital las operaciones de compra y venta de acciones que se lleven a cabo en este segmento de bolsa, siempre que cumplan ciertos requisitos mínimos de presencia bursátil y se realicen en bolsa tanto la compra original como la venta. Este beneficio tributario permanecerá por un periodo de tres años por empresa (emisor).

La creación de esta bolsa emergente generará una importante fuente de financiamiento para empresas de tamaño mediano que necesitan capital accionario o títulos de deuda para realizar sus inversiones y poder seguir creciendo. Por otro lado, constituye un mecanismo natural a través del cual los fondos de inversión pueden canalizar sus inversiones, una vez concluido el ciclo de inversión, para así poder destinar sus recursos al financiamiento de nuevos proyectos.

Luego, con fecha 15 de Mayo del 2001 la Superintendencia de Valores y Seguros promulgó la Norma N° 118, que permite la inscripción de empresas emergentes bajo condiciones especiales, dando origen a un nuevo Mercado. La creación de la Bolsa Emergente, permitirá la salida a bolsa de empresas jóvenes o emergentes que no tiene acceso al Mercado accionario tradicional.

Las empresas que pueden acceder a este nuevo Mercado deben corresponder a alguno de los siguientes tipos:

- Empresas nuevas que buscan financiamiento para un plan de negocios innovador 1.
- Empresas con proyectos de Innovación en el sector de alta tecnología 2.
- Empresas de rápida expansión o con proyectos con fuerte potencial de crecimiento 3.

La Bolsa de Comercio ha sido la primera bolsa en incorporar un nuevo reglamento para el listamiento de las acciones de las empresas emergentes.

Entre las condiciones establecidas por dicho reglamento se destacan:

- Las empresas se incorporen al nuevo mercado de valores deben tener una facturación de entre 2,6 millones y 26,7 millones de dólares.
- Un aumento de Capital por parte de la empresa de al menos 10% del Capital suscrito y pagado.
- Exigencia de mantener el control de la empresa por los gestores durante al menos 6 meses.
- Las empresas deben hacer un roadshow obligatorio una vez al año, el cual es abierto a todo el Mercado bursátil.
- Obligación de que la empresa presenten un sponsor y un market maker (que puede

## BONOS DE ALTO RENDIMIENTO: ¿UNA FORMA VIABLE DE FINANCIAMIENTO EN LA PEQUEÑA Y MEDIANA EMPRESA?

ser una institución) autorizada por la Bolsa.

Dentro de los incentivos proporcionados para el buen funcionamiento de este nuevo mercado se pueden encontrar: el incentivo tributario expuesto en la propuesta, la ayuda otorgada por el Estado consistente en recursos y apoyo técnico a las pequeñas y medianas empresas para elaborar proyectos "emergentes" para participar en el nuevo mercado de valores y el instrumento ofrecido por CORFO denominado «Programa de Apoyo a la Apertura en Bolsa para Empresas Emergentes». Por lo tanto podemos ver un interés de parte del gobierno de estimular el mayor riesgo compensado por el mayor rendimiento, lo que puede abrir una puerta al mercado de los Bonos de Alto Rendimiento.

En la actualidad, las empresas pioneras en este mercado son Comercial Siglo XXI con La Polar y Corpbanca, las que han presentado resultados positivos y crecientes a través del tiempo. Los resultados de Corpbanca y La Polar se pueden apreciar en las figuras 5.3 y 5.4.

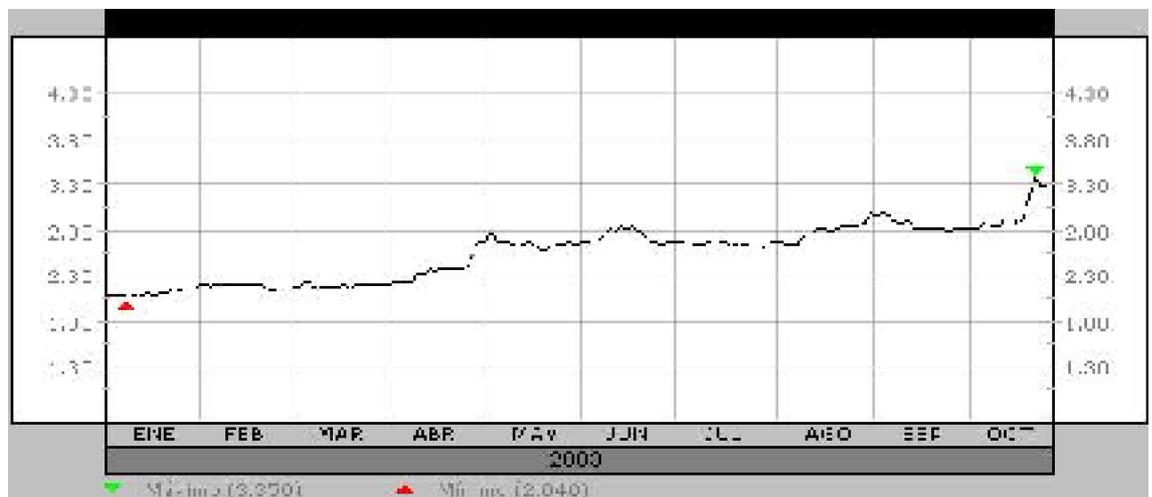


Figura 5.3. Corpbanca

Fuente: Portal de negocios de Invertia.cl



Figura 5.4. La Polar

Fuente: Bolsa de Santiago

## CAPÍTULO VI PROPUESTA DE FINANCIAMIENTO PARA PYMES

### Diagnóstico

Actualmente existe en Chile un amplio número de Pequeñas y Medianas Empresas (Pymes), las que, como es sabido, entregan la mayor parte de los puestos de trabajo para toda la sociedad, necesarios para poder obtener una economía desarrollada y capaz de satisfacer las múltiples necesidades de los clientes.

Hasta hoy, la principal fuente de financiamiento de estas Pymes es a través de deuda bancaria y, en algunos casos, a través de programas de ayudas para Pymes, como son los que otorga CORFO. Sin embargo, se hace necesario que ellas puedan acceder a mejores fuentes de financiamiento, tanto en costo como en eficiencia. Pues las mayores limitantes que se obtienen del actual sistema es el desconocimiento de los programas que entregan las instituciones estatales y, principalmente, el alto costo que representa tomar una deuda con un banco.

Hoy las Pymes, producto de la recesión de finales de la década de los 90 en nuestro país, han encontrado grandes dificultades para obtener créditos, lo que sumado a su falta de información antes mencionada, generan así una gran falla del mercado conocida

como “Exclusión Financiera”, teniendo como principal característica la mala asignación de recursos desde un punto de vista netamente social, fundamentada en aspectos tan relevantes como la marcada asimetría de información y, en segundo grado, la falta de economías de escala para el monitoreo de los créditos bancarios.

### Objetivo

---

Considerando estos antecedentes, el objetivo principal de esta propuesta es eliminar las dificultades experimentadas por las Pymes y el problema de acceso al crédito planteando un sistema o alternativa de financiamiento para las Pymes que le permitan crecer y desarrollarse sin alcanzar niveles de deudas tan altos y caros que les sean imposibles de solventar, alcanzando la quiebra o la pérdida de la propiedad, trayendo como consecuencia altos niveles de desempleo, baja en la productividad nacional, estancamiento de la economía, entre otras.

Como es sabido uno de los problemas que han tenido los Bonos de Alto Rendimiento es el nombre bajo el cual fueron presentados al mercado, vale decir “Bonos Basura”, debido a esta denominación se les otorgó una mala connotación y la desconfianza de los inversores. Dado lo anterior se propone que en Chile estos instrumentos sean conocidos como Bonos de Alto Rendimiento.

Debemos considerar que para el desarrollo de los Bonos de Alto Rendimiento es necesario la creación de un mercado secundario donde se transen estos instrumentos que son de menor clasificación, dado lo anterior se puede deducir que se creará un amplio mercado de trabajo en las instituciones que deben funcionar como intermediarios y además se crearán nuevos puestos de trabajo del crecimiento obtenido por la mediana y pequeña empresa producto de los nuevos proyectos que podrán emprender.

En base a nuestro estudio, podemos considerar que efectivamente es posible implementar la alternativa de financiamiento usando Bonos de Alto Rendimiento en empresas más riesgosas. Y además, la evidencia empírica ha demostrado que incluso, empresas que han usado esta alternativa de financiamiento han aumentado su productividad, eficiencia y rendimiento, medido en varios indicadores. Estas mejoras conllevan inevitablemente buenos resultados a la economía, e indudablemente a las Pymes, que perciben flujos de caja suficiente para solventar la deuda emitida sin realizar malas inversiones o mal uso de estos flujos, pues la deuda ejerce un control que evita los problemas de agencia debido a la posible pérdida de propiedad, tratada en capítulos anteriores.

Pero es indudable que para obtener éxito en nuestro país es imperativo que el Gobierno entregue normas de regulación a un nuevo mercado de deuda, capaz de hacer crecer y desarrollar toda la economía, así como también los medios suficientes para entregar información relevante y segura para los inversionistas que depositarán su capital en las Pymes.

### Factores Claves

---

La existencia de un mercado secundario para la transacción de estos instrumentos requiere la creación de distintas instituciones de segunda categoría como son clasificadoras de riesgo, empresas auditoras especializadas en firmas de menor tamaño, entre otras, que representarán alternativas de menores costos que las existentes actualmente, de manera de que estas empresas de menor tamaño puedan afrontar este tipo de costos.

La creación de un Mercado de Deuda para las Pymes que desarrolle mejor los capitales de riesgos y colocaciones privadas que se encuentre normado y ejerza un control sobre estas empresas para disminuir la probabilidad de suspensión de pago, con un registro de las que participan y con un índice de volúmenes máximos de emisión de deuda para disminuir riesgos.

Considerando todo lo anterior, se propone para obtener una solución a estos problemas, fomentar el mercado de clasificación de riesgo de empresas de menor tamaño para proveer información acerca del real estado financiero de las Pymes. Esto sería beneficioso en mucho aspectos, ya que el “Efecto de Desbordamiento” que producirían estas agencias privadas puede ser aprovechado por bancos y otras instituciones de financiamiento, que contarán con mayores niveles de información y, al solucionar el tema de asimetrías que actualmente poseen las Pymes, el costo de otros tipos de deuda también bajarán, dando una mayor competitividad al mercado de deuda conocido actualmente y dando acceso a capital para mayor número de proyectos de inversión, consolidando la reactivación económica.

Sabemos que esto es factible, y más considerando que se ha desarrollado en la Reforma de Capitales como lo han ido haciendo con la Bolsa Emergente, en que se fomenta la consecución de capital mediante emisiones de acciones para empresas de menor tamaño, por lo que es viable la posibilidad de implementar esta medida y obtener los buenos resultados que se han obtenido en el extranjero y lograr adicionalmente la participación en estos mercados de distintos agentes con diversas aversiones al riesgo. Adicionalmente, la Bolsa Emergente permite que se transen bonos en ella, por lo tanto sería una primera instancia donde se podrían desarrollar los Bonos de Alto Rendimiento.

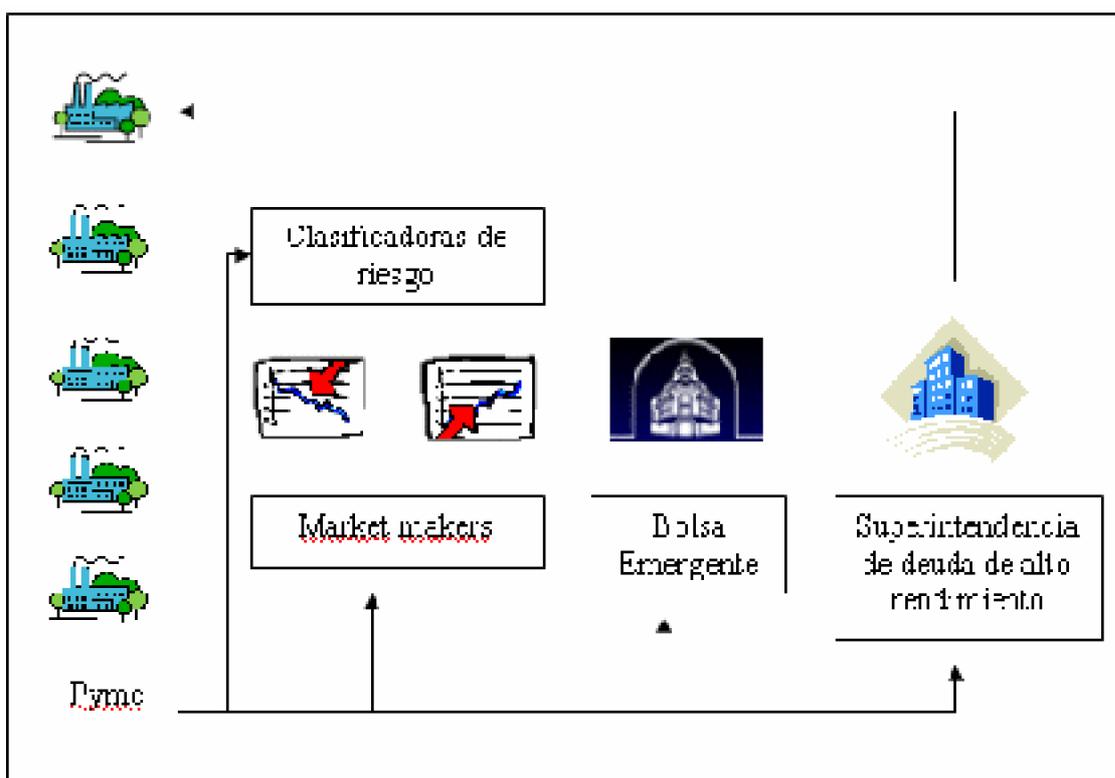
Otra instancia en donde se ha podido apreciar la propensión de las personas a invertir en instrumentos más riesgosos es la creciente utilización del fondo A en la nueva modalidad de los fondos de pensiones, que alcanzo un 7.42 por ciento de riesgo. A pesar de que este fondo no representa especialmente a empresas de mayor riesgo, si demuestra con cerca de un 78 por ciento en renta variable que las personas están dispuestas a invertir en fondos que presentan mayor volatilidad. Esto se puede apreciar en el aumento de un 23.2 por ciento a un 31.7 por ciento de inversión en los ahorros en renta variable en los diez meses anteriores a Julio del 2003.

A pesar de los beneficios que puede reportar el uso de los Bonos de Alto Rendimiento, es importante hacer notar que existe la posibilidad de que estos instrumentos sean mal utilizados en nuestro país de la misma forma como ocurrió en Estados Unidos, situación expuesta en la primera parte de este Seminario. Sin embargo, no se puede privar a nuestra economía de las oportunidades de crecimiento que presenta este tipo de instrumentos, por lo tanto es necesaria una adecuada regulación,

## BONOS DE ALTO RENDIMIENTO: ¿UNA FORMA VIABLE DE FINANCIAMIENTO EN LA PEQUEÑA Y MEDIANA EMPRESA?

considerando los efectos que esto puede traer al funcionamiento eficiente del mercado. El mercado es razonablemente eficiente y siempre privilegiará operaciones óptimas independiente de los sacrificios de bienestar que deban soportar algunos sectores.

A modo de entregar una visión más simplificada de las distintas entidades que participarían en el mercado de bonos de alto rendimiento y su interrelación se expone el cuadro 6.1.



Cuadro 6.1. Participantes del mercado de bonos de alto rendimiento

## CONCLUSIÓN

Este seminario se ha titulado “Bonos de alto rendimiento: una forma viable de financiamiento en la pequeña y mediana empresa” constituyendo uno de los primeros estudios al respecto realizado en el país.

Tras un completo análisis, se ha llegado a una serie de conclusiones como son el hecho de que en Chile la pequeña y mediana empresa, pese a la existencia de formas de financiamiento principalmente otorgados por la CORFO, no posee suficientes alternativas y los préstamos bancarios tienen asociados altas tasas de interés para estas empresas, situación que se debe a la carencia de documentación y al riesgo que presentan la mayoría de estas empresas. Por lo tanto, existe un espacio que se encuentra sin cubrir y los bonos de alto rendimiento podrían constituir esta alternativa de financiamiento faltante.

Para ello, se ha presentado un estudio acerca del funcionamiento de estos bonos en

el mercado de Estados Unidos que demuestra que estos instrumentos de menor clasificación de riesgos son buenas herramientas para diversificar los portafolios, representando una verdadera alternativa de financiamiento. Obviamente no podemos olvidar los sucesos negativos que han ocurrido al mal utilizar estos instrumentos, situaciones que pueden ser reguladas con leyes y mediante el propio funcionamiento del mercado.

De esta manera, se espera que los bonos de alto rendimiento sean empleados en Chile de igual manera como en años anteriores se tomaron riesgos con el capitalismo popular y actualmente con la bolsa emergente. Para lo anterior, se deberá establecer un mercado secundario para transar estos instrumentos, establecer una serie de regulaciones para evitar abusos y poner límites en su utilización.

Finalmente y para concluir, los bonos de alto rendimiento serían una forma viable de financiamiento para la mediana empresa principalmente, posibilitando el crecimiento de uno de los segmentos del mercado más importantes de la economía chilena.



---

## BIBLIOGRAFÍA

Altman, Edward. "The High Yield Debt Market: Investment Performance and Economic Impact"

Barrios, Luis. "La perogullada del Capitalismo Popular". Artículo. (  
[www.canariastelecom.com/personales/elguanche/capitalismopopular.htm](http://www.canariastelecom.com/personales/elguanche/capitalismopopular.htm) )

CORFO (Corporación de Fomento a la Producción). 2000. "La Pyme en Chile: Presencia de la Pyme en el Mercado de Bienes y Servicios"

Curso: "Curso: La economía Chilena: visiones alternativas y problemas". Universidad de Chile, extracto de la página:  
[http://www.cfg.uchile.cl/semestre2/\\_2002/economia/modulo3/clase4/doc/hachette.doc](http://www.cfg.uchile.cl/semestre2/_2002/economia/modulo3/clase4/doc/hachette.doc)

Foxley, Juan .1998. "Reformas a la institucionalidad del crédito y el financiamiento a empresas de menor tamaño: La experiencia chilena con sistemas de 'segundo piso' 1990-98". CEPAL, Serie Financiamiento del Desarrollo N° 74, Santiago de Chile.

Guía de Bonos de Stándard & Poor's.

Huang, Jing-zhi y Huang, Ming. 2003. "How Much of the Corporate-Treasury Yield Spread is Due to Credit Risk?"

Instituto CEP. 1989. "Reformas democráticas en el Capitalismo y avance a la revolución socialista".  
([cep.cl/Cenda/Cen\\_Documentos/Folleto\\_ESOP/Folleto\\_ESOPS\\_Bib.pdf](http://cep.cl/Cenda/Cen_Documentos/Folleto_ESOP/Folleto_ESOPS_Bib.pdf))

Linares, Mónica. Noviembre 2003. "Capitalismo Popular". Revista Perfiles. (

[www.revistaperfiles.com/2003\\_temas/economia/2002/05\\_04\\_a.asp](http://www.revistaperfiles.com/2003_temas/economia/2002/05_04_a.asp) )

Loyola Fuentes, Gino. 2002. "La Banca y el Financiamiento de las Pymes". Artículo del Centro de Economía Política. ( [www.elcirculo.cl](http://www.elcirculo.cl) )

Lynch, Merrill. "Credit Suisse First Boston", Instituto Milken.

Mundo Asexma. 2002. "Normativa e Instrumento de Apoyo para la Bolsa Emergente" ( <http://www.asexma.cl/contenido/boletin/494.html?topicid=292> )

NCG Nº 118 - Normas de inscripción de Sociedades Anónimas y sus acciones en mercados para Empresas Emergentes

Paredes M, Ricardo. "Regulación en Chile: Opción por un enfoque no estructural"

Riesco Larraín, Manuel. 1989. "Desarrollo del Capitalismo Popular en Chile bajo Pinochet".

([cep.cl/Cenda/Cen\\_Documentos/Pub\\_MR/Libros/Libro\\_Des\\_Capitalismo/Libro\\_Indice.html](http://cep.cl/Cenda/Cen_Documentos/Pub_MR/Libros/Libro_Des_Capitalismo/Libro_Indice.html))

Santibáñez, Francisco. 2001. "Bolsa Emergente". Artículo del Portal de Incubación de Negocios. ([www.portalincubacion.cl/contenidos2.asp?pagina=305&](http://www.portalincubacion.cl/contenidos2.asp?pagina=305&))

Solis de Osvaldo Lavín., Cristián. 2002. "Las Pymes, sus características y las Alternativas de Financiamiento".

Winter. G, Max. 2000. "Financiamiento de empresas en evolución". SOFOFA – Arthur Andersen. Estudio de Bancas para Banco Santander - Chile.

Yago, Glenn y Trimbath, Susanne. 2003. "Beyond Junk Bonds"

Yago, Glenn. 1990. "Junk Bonds: How High Yield Securities Restructured Corporate America"