



**FUNCIONAMIENTO DE COVENANTS EN CONTRATOS DE DEUDA EN CHILE,  
EN PRESENCIA DE RELATED LENDING: CASO SMU – CORPBANCA**

**TESIS PARA OPTAR AL GRADO DE  
MAGÍSTER EN FINANZAS**

**Alumno: Mario Inostroza Medina  
Profesor Guía: Ph D. José Luis Ruiz**

**Santiago, Diciembre 2015**

## Tabla de contenido

<b>INTRODUCCION .....</b>	<b>1</b>
<b>PARTE 1: MARCO TEORICO .....</b>	<b>4</b>
<b>I.- Estructuración de Cláusulas Restrictivas en Contratos de Deuda:.....</b>	<b>4</b>
<b>II.- Impacto de las regulaciones legales sobre accionistas y tenedores de deuda en la estructuración de los covenants: .....</b>	<b>7</b>
<b>III.- Diseño y renegociación de cláusulas restrictivas en contratos de deuda: .....</b>	<b>9</b>
<b>IV.- Efectos del Related Lending en el desarrollo del sistema financiero: .....</b>	<b>11</b>
1. El Related Lending tiene efectos negativos en el desarrollo del sistema bancario	12
2. El Related Lending tiene efectos positivos en el desarrollo del sistema bancario..	14
3. Conciliando las visiones respecto del impacto del Related Lending .....	16
<b>PARTE 2: CASO SMU - CORPBANCA.....</b>	<b>20</b>
<b>3.1.- Problemas de SMU: Dualidad Crecimiento versus Rentabilidad:.....</b>	<b>22</b>
<b>3.2.- Supuestas Triangulaciones:.....</b>	<b>24</b>
3.2.1.- FIP Synergia:.....	26
3.2.2.- FIP Gamma: .....	27
3.2.3.- FIP's Alpha y Alpha II:.....	27
<b>3.3.- Incumplimiento de Covenants:.....</b>	<b>28</b>
<b>3.4.- Impactos en CorpBanca y Corpgroup: .....</b>	<b>28</b>
<b>3.5.- Decisión de CorpBanca de fusionarse con Itaú: .....</b>	<b>30</b>
<b>3.6.- El silencio de los Minoritarios chilenos: .....</b>	<b>31</b>
<b>PARTE 3: DISCUSION FINAL .....</b>	<b>33</b>
<b>PARTE 4: BIBLIOGRAFIA.....</b>	<b>37</b>
I. Papers y libros consultados: .....	37
II. Información Financiera Consultada:.....	38
III. Información de Prensa consultada: .....	38

## INTRODUCCION

Los Mercados Financieros son fundamentales para promover la eficiencia económica, canalizando recursos desde quienes no los utilizan de manera productiva (personas que ahorran), hacia aquellos que tienen oportunidades de inversión productiva y carecen de los recursos necesarios.

Para que esta asignación de recursos sea hecha en forma eficiente debe existir simetría de información entre las partes, de manera tal que los recursos financieros de los ahorrantes sean asignados a las oportunidades de inversión más rentables, en función del riesgo que los ahorrantes están dispuestos a asumir, maximizando de esta manera la creación de valor a nivel de la economía como un todo, dada toda la información relevante disponible.

Si lo anterior no se cumple, por la presencia de asimetrías de información entre las partes, el proceso de asignación de recursos se verá negativamente afectado, causando que los recursos de los ahorrantes no sean asignados en forma eficiente a las oportunidades de inversión con el perfil riesgo/retorno esperado.

Esta tesis persigue investigar el funcionamiento de cláusulas restrictivas en contratos de deuda en Chile, poniendo foco en la efectividad de las mismas en presencia de Related Lending.

El uso de covenants en contratos de deuda ayuda a reducir los Problemas de Agencia al que se expone un banco, al canalizar recursos hacia un proyecto de inversión. Sin embargo, asumiendo cláusulas restrictivas bien diseñadas: ¿qué sucede cuándo el préstamo se realiza a una empresa relacionada con un directivo o accionista controlador del banco?, ¿son los covenants igualmente efectivos en reducir el riesgo moral?

Existe un debate en la literatura económica respecto del impacto de los préstamos realizados a entidades relacionadas en el desarrollo del sistema bancario:

- I. Una perspectiva argumenta que los conflictos de interés existentes entre las partes, conducen a que el “related lending”, o también llamado “insider lending”, se transforme en un mecanismo para expropiar recursos por parte de los “insiders” (directores y/o controladores del banco), a los “outsiders” (depositantes, accionistas minoritarios y/o contribuyentes de impuestos cuando existe seguro a los depósitos).

Esta visión conocida en la literatura como “looting view”, recibe considerable apoyo en la literatura de crisis financiera en países menos desarrollados, al afirmar que los incentivos de los “insiders” de expropiar a los “outsiders” son particularmente fuertes en períodos de crisis económicas, cuando los “insiders” necesitan rescatar a sus propias empresas<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> Akerlof & Romer, 1993; La Porta, López-de-Silanes, Shleifer, and Vishny, 1997; Johnson, La Porta, López-de-Silanes, and Shleifer, 2000; Laeven, 2001; Bae, Kang, and Kim, 2002; La Porta, López-de-Silanes & Zamarrripa, 2003.

- II. La perspectiva contraria argumenta que los préstamos a empresas relacionadas facilitan las transacciones financieras, promoviendo la eficiencia económica, al reducir asimetrías de información extremas, a menudo presentes en economías menos desarrolladas.

Esta visión conocida como “Information View”, plantea que el “related lending” al solucionar las asimetrías de información existentes, crea mecanismos de monitoreo de los prestatarios por parte de los bancos, constituyéndose en motor del desarrollo económico<sup>2</sup>, en palabras del historiador económico Naomi Lamoreaux.

Ambas visiones contrapuestas no solo se diferencian en términos de los posibles efectos del “related lending” en el desarrollo del sistema financiero, sino que también tienen implicancias completamente distintas en los sistemas de regulación bancarios.

El “looting view” podría ser utilizado, por ejemplo, para justificar estrictas regulaciones normativas sobre las relaciones de propiedad entre los bancos y las empresas no financieras, y/o establecer máximos permitidos de préstamos bancarios a entidades relacionadas.

El “information view” sugeriría por el contrario que tales restricciones regulatorias podrían ser contraproducentes, al disminuir la capacidad de los bancos de solucionar los problemas de asimetría de información entre las partes, reduciendo el riesgo de selección adversa.

En esta línea, la presente investigación se organiza de la siguiente manera:

En la Parte 1 se presenta el marco teórico que sirvió de base para la realización de la investigación, donde se revisan los objetivos económicos que persigue la estructuración de cláusulas restrictivas en contratos de deuda, el impacto de las regulaciones legales sobre accionistas y tenedores de deuda en la estructuración de los covenants, la evidencia empírica observada en relación a las renegociaciones de cláusulas restrictivas y el estado del arte en Related Lending, con el propósito de entender bajo qué circunstancias los préstamos realizados a entidades relacionadas afectan positiva o negativamente el desarrollo del sistema financiero, impactando en la misma dirección la eficiencia económica.

En la Parte 2, como caso ilustrativo que permita plantear ciertas hipótesis de trabajo de lo que sucede en Chile, se presenta el caso SMU - CorpBanca, con foco en los años 2012 al 2014, de manera tal de entender si el uso de Cláusulas Restrictivas asociados a los préstamos bancarios de SMU y las líneas de bonos emitidos por SMU, fue suficiente para eliminar los problemas de agencia al que están expuestos los depositantes y accionistas minoritarios del banco. De la misma forma, se analizan las implicancias que estos covenants tienen en el comportamiento de CorpBanca, grupo controlador de la cadena supermercadista. Las fuentes de información fueron los estados financieros enviados por SMU y Corpbanca a la SVS, así como también toda la información de prensa disponible.

---

<sup>2</sup> Lamoreaux, 1994; Calomiris, 1995; Fohlin, 1998; Khanna & Palepu, 2000; Khanna & Fisman, 2004

Integrando el marco teórico expuesto con los hallazgos obtenidos de la investigación del caso SMU – Corpbanca, llegamos a la Discusión Final, presentada en la Parte 3, con información relevante para postular hipótesis de trabajo que dan posibles respuestas al objetivo perseguido por esta investigación.

Por último, en la Parte 4, se presenta la Bibliografía con el detalle de los papers y libros consultados, la información financiera utilizada, así como también la información de prensa que aportó algunos antecedentes relevantes para analizar el caso de la cadena supermercadista y su grupo controlador.

## PARTE 1: MARCO TEORICO

### I.- Estructuración de Cláusulas Restrictivas en Contratos de Deuda:

La escritura de las cláusulas restrictivas en los contratos de deuda, también llamadas covenants, es parte importante del proceso de estructuración de un préstamo. En ellas, el emisor de deuda básicamente se compromete a respetar ciertas condiciones impuestas por el acreedor. El incumplimiento de cualquiera de éstas puede gatillar la pérdida del control sobre la empresa en diversas formas. El acreedor, por ejemplo, puede acelerar el repago de la deuda, lo que eventualmente puede conducir a la quiebra de la firma.

En esta línea, Mishkin (2014) establece que los covenants tienden a reducir el riesgo moral a través de reglamentar el comportamiento indeseable o a través de alentar el comportamiento deseable, describiendo cuatro tipos de cláusulas restrictivas:

#### 1. Covenants para desalentar el comportamiento indeseable:

*Con el propósito de evitar que el prestatario aborde proyectos de inversión riesgosos, como por ejemplo, estableciendo que el préstamo sólo se utilice para financiar actividades específicas (i.e., comprar una casa) ó prohibiendo a la empresa involucrarse en ciertas actividades riesgosas (i.e., comprar otra empresa);*

#### 2. Covenants para alentar el comportamiento deseable:

*Con el propósito de hacer más probable el reembolso del préstamo (i.e., alentar a la empresa a mantener altos niveles de patrimonio neto, mantener una cierta cantidad mínima de activos en relación al tamaño de la empresa, etc.);*

#### 3. Covenants para mantener una garantía colateral valiosa en buenas condiciones:

*Con el propósito de asegurarse que se mantenga en posesión del prestatario;*

#### 4. Covenants para proporcionar información periódica de las actividades de la firma:

*Con el propósito de facilitar la labor del prestamista de monitorear el accionar de la empresa, o asegurando la posibilidad del prestamista de auditar los libros de la empresa en cualquier momento.*

No obstante lo anterior, antes de escribir los covenants aplicables a una determinada emisión de deuda, Zimmerman (1975) plantea que es necesario tener un enfoque sistémico que permita desarrollarlas. En otras palabras, se debe seguir un riguroso proceso de evaluación de los objetivos básicos perseguidos, los riesgos existentes, los tipos de protección deseados y los recursos que deben ser provistos para asegurar la efectividad y eficiencia en el logro de los objetivos planteados.

El prestamista obviamente espera ser reembolsado en forma oportuna, pero le gustaría también mantener o mejorar la posición financiera, flujo de caja, perspectiva de crecimiento o la situación financiera general del prestatario, por ejemplo.

Una etapa crítica es en consecuencia la definición del tipo de riesgos involucrados y determinar apropiadamente su magnitud: ¿Qué condiciones o eventos podrían bloquear el logro de mis objetivos? ¿Dónde están las vulnerabilidades del prestatario?, etc.

Sean cuáles sean los riesgos de cada situación particular, es tarea de escrituración del contrato de deuda, evitar o reducir al mínimo dichos riesgos, en una forma que a su vez permanezca tan flexible como sea posible, ya que cláusulas muy estrictas pueden inducir que la empresa emisora deje pasar oportunidades rentables de inversión, y cláusulas muy laxas pueden volverse poco efectivas y costosas.

En esta misma línea, Tirole (2006) plantea una taxonomía de clasificación de las cláusulas restrictivas poniendo foco en consideraciones económicas que sugieren cláusulas restrictivas tendientes a:

- Impedir decisiones que induzcan pérdidas de valor de la firma;
- Distribuir el control sobre la empresa de manera de optimizar la toma de decisiones.

Ambas razones nacen del conflicto existente entre los incentivos de los acreedores y los accionistas de la empresa. La literatura en Finanzas Corporativas ha dedicado especial atención a este tipo de problemas, “los problemas de agencia”.

Para entender la naturaleza de estos conflictos, es necesario recordar el orden en el que comúnmente se distribuyen los ingresos de la corporación: luego del pago de impuestos y salarios, se debe pagar a los acreedores y sólo cuando la totalidad de la deuda ha sido cancelada, se puede empezar a pagar dividendos. En la jerga financiera, la deuda es *senior* con respecto al patrimonio.

La toma de decisiones dentro de la firma, sin embargo, está sujeta al controlador. Este último, al tomar decisiones afecta el valor de la deuda adquirida y por tanto a los acreedores. El controlador, por ejemplo, puede decidir emitir deuda adicional con igual o mayor *seniority* que la deuda existente; puede así también embarcarse en proyectos más riesgosos. Cualquiera de estas acciones afectan negativamente a los acreedores.

Sin embargo, el hecho de que exista la posibilidad de reducir el valor de la deuda no representa necesariamente un problema. En ausencia de fallas del mercado, el precio asociado al instrumento de deuda debería ajustarse para compensar el riesgo asociado a desvaloraciones inducidas por acciones del controlador.

Desde un punto de vista económico, el problema surge cuando los accionistas deciden tomar decisiones que reducen el valor de la empresa, lo que claramente es ineficiente. Sin embargo, ¿por qué el controlador de una empresa tendría incentivos de tomar decisiones que fueran en desmedro del valor de la firma?

Existen varias razones para sustentar esta práctica: el hecho de que la deuda sea *senior* con respecto al patrimonio, genera incentivos al controlador a invertir en activos más

riesgosos. En palabras sencillas, los accionistas prefieren invertir en proyectos que no sólo generen flujos suficientes para repagar a los acreedores, sino en proyectos con flujos suficientemente grandes para asegurarles una ganancia importante, aún cuando esta ocurra con menor probabilidad. A este problema se le conoce comúnmente como *asset substitution*.

Por otro lado, el controlador puede decidir usar los flujos recibidos de la operación y ocuparlos para beneficio propio antes del pago de la deuda. Ejemplos de este tipo de situaciones son las transacciones con empresas relacionadas, el pago de dividendos o la recompra de acciones. Acciones como éstas reducen el valor de la firma por cuanto los flujos generados por ésta son finalmente transferidos a otra empresa.

Por consiguiente, sólo en la medida que los gerentes y accionistas tengan incentivos para emprender acciones que tengan el riesgo de reducir el valor total de la firma, los covenants pasan a tener una justificación económica relevante. Es decir, el primer rol de las cláusulas restrictivas en contratos de deuda, es prevenir la toma de decisiones gerenciales que tengan como consecuencia la reducción de valor de la compañía, por la vía de expropiar a los prestamistas. Esta visión, recibe el nombre de "Conflict View".

Por otro lado, el segundo rol económico de los covenants es definir las circunstancias bajo las cuales los accionistas y acreedores reciben el derecho de intervenir en la gestión de la compañía. En efecto, la amenaza de intervención externa a la gestión forma parte del paquete de incentivos que reciben los "insiders".

De esta manera, pareciera eficiente en términos de incentivos, conferir control a los accionistas cuando la compañía se encuentra generando un flujo de caja razonable que le permita cumplir con todos sus compromisos, y conferir control a los acreedores cuando la gestión de la empresa es mediocre.

La transferencia de control es gatillada por el no pago de intereses o del capital, o el incumplimiento de algún covenant. Esta visión, recibe el nombre de "control view".

La transferencia de control puede materializarse si la compañía cae en quiebra, donde los acreedores asumen el control de la empresa, o en situaciones menos extremas, los acreedores podrían ejercer control por la vía de no refinanciar un compromiso o acelerar el cobro de la deuda si un covenant es transgredido.

Naturalmente, para que estos compromisos sean efectivos en la realidad, deben ir acompañados con métodos de monitoreo idóneos. Esto es, los acreedores deben tener acceso a información constante y fidedigna acerca de las decisiones y el estado financiero en el que se encuentra la corporación. De otra manera, la amenaza de intervención no sería real.

Es importante destacar, no obstante, que en la medida que los accionistas y gerentes son dañados por la transferencia del derecho de control, se corre el riesgo de que los primeros tengan el incentivo a manipular los indicadores financieros definidos en las cláusulas restrictivas.

Para controlar este tipo de riesgo, un conjunto adicional de covenants puede ser introducido con el propósito de limitar estas manipulaciones indebidas. Prestamista y prestatario podrían acordar por ejemplo los principios contables a ser aplicados para el registro de las transacciones realizadas por la compañía; o se podría impedir que la solvencia real de la compañía sea ocultada a través de actividades no registradas en el balance (ciertos acuerdos de leasing que tengan altos costos de cancelación o pagos pequeños en los primeros períodos y mayores posteriormente, stocks en consignación, venta de un activo con compromiso de recompra, etc.).

La pregunta natural que surge a partir de lo expuesto es acerca de la eficiencia en términos sociales del uso de covenants en los contratos de deuda. Desde un punto de vista económico, tal como se argumenta más arriba, la existencia de estos compromisos genera beneficios en la medida que restringe acciones que induzcan la pérdida de valor de la firma o, a su vez, en la medida que disminuyan los efectos inducidos por la asimetría de información entre los agentes.

Por otro lado, sin embargo, existen costos asociados tanto en la escritura de estos compromisos, como en el monitoreo constante del cumplimiento de los indicadores relevantes de la empresa emisora. Así también, el uso incorrecto de estos puede volverse un arma de doble filo. En efecto, cláusulas muy estrictas pueden inducir que la empresa emisora deje pasar oportunidades rentables de inversión. A su vez, cláusulas muy laxas pueden volverse poco efectivas y costosas.

La experiencia histórica pareciera sugerir que los beneficios asociados a estos compromisos supera a sus costos. De hecho, los covenants han sido utilizados en el mercado norteamericano desde hace más de 100 años.

Sin embargo, la estructura del mercado financiero estadounidense no necesariamente es un buen punto de comparación con el resto de países. Menos aún con países emergentes, donde similarmente a lo que se observa en Chile suele existir un mercado bastante más reducido y donde la propiedad de las distintas corporaciones es significativamente más concentrada.

## **II.- Impacto de las regulaciones legales sobre accionistas y tenedores de deuda en la estructuración de los covenants:**

Investigaciones realizadas por Qi, Roth y Wald (2011) tomando como universo los bonos emitidos en los Estados Unidos por empresas extranjeras<sup>3</sup> (Yankee bonds) de más de 50 países, entre los años 1991 y 2007, han permitido entender que:

1. El nivel de protección legal de los acreedores está negativamente relacionado al uso de cláusulas restrictivas en bonos; en otras palabras, las leyes de protección de

---

<sup>3</sup> Al ser emitidos en Estados Unidos, los Yankee Bonds están sujetos a la ley de valores americana, no obstante, los acreedores de estos bonos están aún sujetos a las regulaciones de sus respectivos países de origen.

acreedores existentes en un país, sustituyen la protección contractual a nivel de la firma.

Lo anterior es consistente, con lo sugerido por Smith y Warner (1979) en términos de que los covenants son incluidos sólo si sus beneficios (el costo de agencia reducido) exceden sus costos (costos de transacción y pérdida de flexibilidad operacional). Si el marco legal y regulatorio que protege a los acreedores de eventuales expropiaciones de valor funciona eficientemente, la ganancia de incluir covenants adicionales puede ser pequeña.

2. El nivel de protección legal de los accionistas está positivamente relacionado con el uso de cláusulas restrictivas en los bonos; en otras palabras, mayores derechos a nivel de los accionistas incrementan los conflictos de agencia con los acreedores, llevando a estos últimos a imponer una mayor cantidad de covenants en los contratos de deuda para minimizar la probabilidad de expropiación de valor.

Mientras los derechos legales de los accionistas están diseñados para proveer protección a los accionistas minoritarios, y por esta vía disminuir los conflictos de agencia entre ellos, es importante considerar la interacción global existente entre accionistas, acreedores y el management.

Si mayores derechos a nivel de accionistas alinean más estrechamente el management con los shareholders, los gerentes tendrán mayores incentivos para aprovechar cualquier oportunidad de trasladar valor desde los acreedores a los accionistas, llevando a los acreedores a protegerse utilizando una mayor cantidad de covenants.

Más aún, el estudio permite concluir que sistemas de gobierno corporativo más efectivos a nivel de las empresas, están positivamente correlacionados con el uso de varios tipos de cláusulas restrictivas. Este hallazgo es consistente con lo expuesto por Chava, Livdam y Purnanandam (2009), en el sentido de que firmas con mejores estructuras de gobierno corporativo enfrentan mayores costos de deuda.

3. Adicionalmente, existen otros factores institucionales que afectan también el uso de cláusulas restrictivas, tales como:
  - El nivel de exigibilidad de la ley afecta positivamente el uso de covenants, al incrementar el valor marginal de la cláusula restrictiva relativa a su costo;
  - La existencia de información a nivel del deudor está negativamente correlacionada con el uso de covenants, sugiriendo que la mayor cantidad de información disponible a nivel de los deudores, ayuda a reducir el riesgo de expropiación de los tenedores de bonos, y por lo tanto, sustituye el uso de cláusulas restrictivas.

En síntesis, el nivel de protección legal de los inversionistas juega un rol importante en el uso de cláusulas restrictivas.

Partiendo de la base de que los covenants son usados para mitigar los costos de agencia que surgen entre acreedores y accionistas, las leyes y regulaciones impactan el uso de covenants, dependiendo de la manera en que la institucionalidad legal afecte el riesgo de agencia enfrentado por los tenedores de deuda.

Específicamente, las leyes y regulaciones que protegen a los acreedores de riesgos de expropiación de valor, sustituyen el uso de covenants en contratos privados de deuda. Sin embargo, las leyes e instituciones que hacen a la empresa más sensible a los intereses de los accionistas, potencialmente exacerban los conflictos de agencia con acreedores, llevando a estos últimos a protegerse con un mayor uso de cláusulas restrictivas.

### **III.- Diseño y renegociación de cláusulas restrictivas en contratos de deuda:**

Contrario a lo que la intuición podría sugerir, diversos estudios empíricos han encontrado que la violación de covenants es extremadamente frecuente y rara vez están asociados a procesos de quiebra: Roberts & Sufi (2009), Dichev & Skinner (2002) and Gopalakrishnan & Parkash (1995).

Una vez que los contratos son violados, en lugar de ocurrir un cambio en los derechos de control de la firma, lo que se observa son renegociaciones donde se relajan los contratos. Esta regularidad empírica resulta ser bastante sorprendente, ya que sugiere que los contratos iniciales son más exigentes de lo debido.

Para entender el punto anterior, es importante notar que en un contexto con información perfecta y sin costos asociados a las renegociaciones, la asignación de los derechos de control de la firma es irrelevante. Esto último es consecuencia directa del Teorema de Coase. En esta línea, la asignación del control sólo tendría efectos en términos de la distribución de los excedentes dentro de las partes, donde la tasa de interés de la deuda debería reflejar los costos adicionales a los que se expone un inversionista al prestar fondos y la posibilidad de futura sustitución de activos por parte de la firma.

Ahora bien, en caso de existir costos de renegociación, pero manteniendo el supuesto de información perfecta, lo que debiese observarse es una tendencia a evitar instancias futuras de renegociación, por cuanto solo destruyen valor. En este sentido, la intuición sugiere que si la única fricción entre los agentes fuese debida a costos de renegociación, los covenants observados en equilibrios deberían ser más laxos e inducir pocas renegociaciones.

De esta manera, suena razonable que la regularidad empírica encontrada en los papers anteriores ha de venir de problemas de información en la interacción entre prestamistas y prestatarios.

En esta línea, Gârleanu & Zwiebel (2009) muestran en un modelo teórico que la existencia del riesgo de selección adversa que ocurre debido al desconocimiento por

parte del banco de las oportunidades de inversión de la firma, inducen a la escritura de contratos de deuda con covenants más estrictos para proteger al banco de futuras expropiaciones de valor por parte del emprendedor, por lo que, en equilibrio, dichos contratos deben ser renegociados con mayor frecuencia a la normal.

El punto anterior es tremendamente relevante, por cuanto sugiere que aún cuando los covenants son escritos en función de minimizar las ineficiencias asociadas a los problemas de agencia entre el banco y la firma, estos terminan induciendo ineficiencias en términos de renegociaciones costosas.

Por el lado empírico, Roberts (2015) presentan un estudio realizado a préstamos bancarios usando datos de la SEC. El objetivo del trabajo es entender de mejor manera la dinámica que ocurre desde el momento en que se emite un préstamo hasta el momento que éste madura o es liquidado por el banco. Los resultados encontrados son particularmente interesantes para los propósitos de esta investigación:

- i. El 75% de los casos donde existe violación de covenants es resuelto a través de renegociaciones de los términos del contrato, en lugar de medidas de cambio del control de la firma.
- ii. En promedio, cada préstamo es renegociado 5 veces, o cada 9 meses, pero solo el 30% de estas negociaciones es gatillada por la violación de covenants.
- iii. En promedio, los préstamos renegociados presentan incrementos en la tasa de interés de 74 puntos bases, de los montos en \$100 MM y de la madurez en 23 meses.
- iv. El 46% de los casos de renegociación solo van asociados a cambios en el paquete de covenants y no presentan ajustes de tasas, montos o madurez del contrato.
- v. Aumento en la incertidumbre de los proyectos de la firma, acelera el tiempo que transcurre antes de la primera renegociación
- vi. Las tasas son monótonamente decrecientes con el aumento de información, ya sean buenas o malas noticias.

Los resultados encontrados sugieren, luego, que el rol fundamental asociado a la dinámica de renegociaciones en presencia de covenants es el de poder completar los contratos en aquellos estados de la naturaleza que no son contractibles ex - ante. Esto es, debido a que el banco no puede prever perfectamente las contingencias futuras, en su lugar decide escribir covenants que amenacen a la firma con la posible aceleración del préstamo para finalmente tener un mayor poder de negociación cuando nueva información sobre nuevos proyectos sea revelada.

En consecuencia, el racional para el uso de covenants sería el de aumentar el poder de negociación ex - post a través de la amenaza del apoderamiento del control por parte del banco, la que no debiese ocurrir en equilibrio (off-path).

Por otro lado, papers como Roberts & Sufi (2009) y Chava & Roberts (2008), utilizando técnicas de Regression Discontinuity Design (RDD) proveen evidencia de los costos asociados a la violación de covenants. En particular, se muestra que la violación de las cláusulas de deuda inducen cambios importantes en la estructura de capital de la firma

y en las inversiones realizadas ex - post. Esto es, firmas que han violado coventants experimentan reducciones importantes en la emisión de deuda y en el nivel de inversión en capital inmediatamente luego de la violación.

Lo anterior da cuenta de lo costoso en términos económicos que resulta el uso de covenants y eventuales futuras renegociaciones como solución a los problemas de agencia inherentes a la relación entre el banco y la firma. Esto último, por cuanto generan costos adicionales que atentan contra la eficiencia del sistema a través de las externalidades negativas que ocurren cada vez que algún covenant es violado (signaling).

Mostraremos más adelante que estos problemas pueden ser evitados a través del aumento de la información disponible. Particularmente, veremos que una de las ventajas asociadas a lo que se conoce como Related Lending corresponde justamente a la desaparición de los problemas gatillados debido a asimetría de información entre banco y firma.

#### **IV.- Efectos del Related Lending en el desarrollo del sistema financiero:**

De la taxonomía expuesta en el apartado anterior por Tirole (2006), desde una perspectiva económica, un primer rol de las cláusulas restrictivas en contratos de deuda es impedir decisiones que induzcan pérdidas de valor a nivel de la firma, expropiando valor a los tenedores de deuda en favor de los accionistas.

El “Related Lending” o “Insider Lending” ocurre cuando los bancos son controlados por personas o entidades con intereses de propiedad sustanciales en compañías no financieras.

En este sentido, la evidencia empírica y la literatura argumentan que en ciertos casos la práctica del related lending, provee un mecanismo a los “insiders” de un banco (directores o accionistas controladores) a expropiar valor a los “outsiders” (depositantes, accionistas minoritarios y/o contribuyentes de impuestos cuando existe seguro a los depósitos), con el propósito de rescatar una empresa de su propiedad que esté atravesando problemas financieros.

De ser efectivo este argumento, al menos desde una perspectiva teórica, habría un claro racional económico para justificar el uso de covenants que protejan a los tenedores de deudas, de eventuales expropiaciones de valor canalizadas a través de préstamos a empresas relacionadas a los directivos del banco, accionistas controladores o miembros de su mismo grupo económico.

Hay, sin embargo, dos visiones contrapuestas en relación a los efectos del “related lending” en el sistema financiero, con implicancias completamente distintas en el desarrollo de regulaciones en el sector bancario.

## 1. El Related Lending tiene efectos negativos en el desarrollo del sistema bancario

Este punto de vista sostiene que los préstamos entre relacionados sería una práctica extremadamente ineficiente y perniciosa, en atención a que el controlador del banco puede eventualmente terminar canalizando flujos hacia sus propias empresas en desmedro de los propios depositantes y el resto de los accionistas minoritarios.

Las motivaciones para los “insiders” del banco de expropiar a los “outsiders”, serían particularmente fuertes en períodos de crisis económica, cuando los insiders tienen incentivos de usar los recursos del banco para rescatar sus propias empresas.

Cull, Harber & Imai (2011) argumentan que los outsiders por su parte saben que existe la probabilidad de ser expropiados, por lo que ajustan su comportamiento en esa dirección, exigiendo mayores tasas que compensen el riesgo existente, o absteniéndose de invertir fondos en el banco, generándose como efecto combinado un sistema bancario sub desarrollado.

La Porta, López-de-Silanes y Zamarripa (2003) estudiaron el sistema bancario Mexicano y los préstamos relacionados efectuados durante la década de los noventa. Los resultados encontrados aportan fuerte evidencia empírica que avala una visión negativa respecto de los efectos de la práctica del related lending:

*El 20% de los préstamos bancarios realizados en la década de los noventa ocurre hacia empresas relacionadas. Más aún, al realizar la comparación entre los rendimientos de los préstamos a relacionados versus aquellos entregados a empresas independientes, se obtiene:*

- *Empresas relacionadas obtienen mejores términos: en promedio, las tasas anuales de interés son 4% menores;*
- *Empresas relacionadas hacen default en sus préstamos con 33% de mayor probabilidad;*
- *Más aún, una vez en default, la tasa de recuperación es 30% menor para empresas relacionadas.*

Los autores sostienen que estos resultados tienen su origen en los conflictos de intereses a nivel de los insiders y en el inadecuado marco regulatorio que caracterizó al sistema bancario Mexicano en la década de los 90.

Esta evidencia empírica estaría relacionada con la idea del “looting” (expropiación de valor) propuesta por Akerlof y Romer (1993) y del “tunneling” (transferencia de activos y utilidades fuera de la empresa, en beneficio de sus accionistas controladores) propuesta por Johnson, La Porta y López-de-Silanes (2000).

Básicamente, si el valor presente de la ganancia obtenida por evitar pagar un préstamo excede la pérdida ocasionada al banco, existen incentivos para materializar la expropiación de valor a los depositantes y accionistas minoritarios. En este sentido, La Porta et al. (2003) argumentan que los controladores de un banco tienen una fuerte motivación para desviar fondos a las empresas bajo su control, siempre y cuando su

participación en las ganancias en sus propias empresas sea mayor a su participación en las ganancias en el banco. Bajo estas circunstancias, la posibilidad de realizar préstamos a empresas relacionadas, alentaría a los controladores comunes a “saquear” a los depositantes y accionistas minoritarios.

Partiendo de la base del consenso existente entre los economistas de que la fragilidad del sistema bancario se relaciona con problemas de riesgo moral, los autores plantean desde esta perspectiva otra fuente de moral hazard: el “looting” o “tunneling”.

El tunneling resultante de la práctica del related lending, debilitaría el desarrollo del sistema bancario, en la medida que los insiders hagan default en sus préstamos en empresas relacionadas, como una forma de rescatarlas de las crisis financieras por las que atraviesan.

Los autores afirman que estas conclusiones son fácilmente extrapolables a la situación de países con economías emergentes y mercados financieros altamente concentrados, como podría ser el caso de Chile.

Un caso alternativo, que apoya la tesis del looting, es el presentado por Laevan (2001), quien argumenta que la estructura bancaria en la Rusia pos-soviética ha tenido el efecto de hacer del tunneling una estrategia dominante para los bancos privados.

La caída del comunismo precipitó una transición hacia un sistema bancario con propiedad privada y ausencia de exigentes normas regulatorias y de supervisión.

La propiedad de los grandes bancos estatales fueron retenidas por instituciones públicas, empresas públicas, empresas privadas e individuos, cada uno de los cuales mantenía un 25% de las acciones aproximadamente.

Utilizando datos obtenidos por una investigación realizada por el Banco Mundial a nivel de empresas, a mediados de la década de los 90, se encontró evidencia de la expansión de la práctica del “insider lending” a través de la banca comercial Rusa.

En efecto, los bancos que son propiedad de empresas, preferían extender préstamos a sus compañías dueñas en una proporción superior al 80% de los casos, llegando estas últimas a contabilizar hasta el 90% de todos los créditos del banco.

Se encontró evidencia de que la mayoría de las empresas accionistas de los bancos obtenían condiciones preferenciales en términos del volumen de los préstamos, no así en términos de la tasa de interés aplicada.

Laevan (2001) argumenta que podría ser más fácil para el manager ocultar préstamos fraudulentos de los outsiders del banco, por la vía de ajustar el volumen del préstamo en lugar de la tasa de interés, especialmente en Rusia, donde el regulador no tenía la capacidad para evaluar si el volumen del préstamo representaba un problema, pero podía fácilmente observar si la tasa de interés se había desviado de la tasa de mercado.

Como consecuencia de los préstamos relacionados efectuados, la banca comercial asumió grandes cantidades de deuda vencida.

No parece ser razonable, por consiguiente, que en este período Rusia haya permitido a los accionistas controladores de las grandes empresas, sentarse en el Consejo de Administración de los bancos. El regulador bancario podría haber limitado el related lending prohibiendo a estos accionistas con conflicto de intereses participar como miembros del Consejo de Administración de los bancos.

Laevan (2001) argumenta que aunque Rusia tiene regulaciones para limitar la exposición de los bancos a empresas relacionadas, estas normas eran en gran medida ineficaces debido a que los reguladores eran incapaces de hacerlas exigibles, ya sea por falta de información o por comportamiento imprudente. El autor concluye que estos resultados no necesariamente son propios de Rusia, sino que podrían ser generalizados a otros países con débiles sistemas de Gobernanza Corporativa y débil exigibilidad de las regulaciones y leyes.

En su opinión:

- Las regulaciones bancarias para limitar la exposición de los bancos a empresas relacionadas no es suficiente;
- Tanto los gerentes de los bancos como los reguladores deberían recibir incentivos para limitar el comportamiento imprudente;
- Información pública a nivel de las empresas y los bancos debería estar ampliamente disponible a bajo costo;
- Los derechos de los accionistas minoritarios deberían ser protegidos, y
- La exigibilidad de los contratos debería ser mejorada.

## **2. El Related Lending tiene efectos positivos en el desarrollo del sistema bancario**

Esta segunda perspectiva sostiene que el insider lending tiene un efecto positivo en el desarrollo del sistema bancario, permitiendo a los bancos resolver los problemas existentes de asimetría de información entre el acreedor y el emisor de deuda, creando de esta manera mecanismos más efectivos para monitorear a los prestatarios.

El historiador económico Lamoreaux (1986) sostiene que los grupos familiares (Kinship groups) jugaron un papel central en el desarrollo económico de Antebellum, Nueva Inglaterra. Estos grupos adquieren bancos de los estados individuales, a fines del siglo XVIII y principios del siglo XIX, los que se constituyen a su vez en los brazos financieros de los grupos familiares, levantando capital de diversas fuentes para financiar las necesidades de sus miembros.

Como Lamoreaux ha mostrado, esta organización bastante inusual de la industria bancaria permitió a los bancos de Nueva Inglaterra en particular (un tercio de todos los bancos de Estados Unidos estaban en Nueva Inglaterra) operar como fondos de inversión. Estos bancos no eran intermediarios de crédito independientes, sino más bien los brazos financieros de los grupos familiares, cuyas inversiones estaban

repartidas en un amplio número de sectores económicos y un amplio número de empresas (Harber, 2004).

Básicamente, los bancos obtenían fondos de la comunidad local, a través de la venta de su patrimonio tanto a inversores particulares como institucionales. Los grupos fundadores entonces prestaban esos fondos a las diversas empresas bajo su propio control.

Los inversionistas sabían muy bien que los bancos sólo prestaban a los insiders. En efecto, compraban acciones bancarias precisamente con el fin de invertir en la amplia gama de empresas comerciales controladas por los grupos familiares. Desde esta perspectiva, los inversionistas individuales utilizaban a los bancos como fondo de inversiones.

El alto nivel de transparencia asociado con la práctica del “insider lending” reducía las asimetrías de información entre los bancos y los accionistas potenciales, reduciendo por esta vía el riesgo de selección adversa. La inversión en acciones bancarias, era una manera en que los ahorrantes comunes podían participar en las actividades de los empresarios más prominentes de la región, sin exponerse a graves riesgos.

Lamoreaux (1996) destaca que los préstamos a outsiders podrían haber conducido a grandes pérdidas, debido a que era difícil durante este período obtener información precisa respecto de la solvencia de los outsiders. En un ambiente en que predominaba la escasez de información, los bancos necesitaban cultivar y mantener su reputación, para inducir a los outsiders a comprar acciones del banco. En otras palabras, a través de reducir las asimetrías de información, en un contexto de altos costos de transacción, la práctica del insider lending alentaba la creación de valor y el desarrollo económico.

Un caso alternativo que apoya la visión positiva del insider lending, es el presentado por Keister (1997, 2000) en relación al funcionamiento del sistema financiero Chino.

A pesar de la ausencia de un sistema financiero moderno, China ha disfrutado de un considerable crecimiento económico, proveyendo un interesante contraste a la evidencia de que el crecimiento real está fuertemente correlacionado con el desarrollo de un sistema financiero formal en la economía.

Los grupos empresariales chinos crearon compañías financieras especializadas que recolectaban y redistribuían los fondos dentro de los grupos, y también obtenían los fondos a través de bancos estatales en nombre de las compañías miembros. De esta manera, las compañías financieras establecieron un tipo de insider lending, que los historiadores económicos argumentan ayudó a las empresas a resolver los desafíos asociados con los sistemas financieros pobremente desarrollados.

Keister estudió la emergencia, estructura e impacto en el desempeño de los acuerdos de insider lending en los grupos económicos Chinos, usando datos de los 40 grupos empresariales más grandes de China y sus 535 empresas miembro, entre 1988 y 1990.

Los análisis revelan que la presencia y predominancia de la práctica del insider lending, afectó positivamente el desempeño financiero (rentabilidad) y la productividad (producción por trabajador) de las empresas. Las conclusiones de Keister enfatizan, en este sentido, la importancia del insider lending en la formación de capital, ante la ausencia de fuentes financieras de mercado creíbles.

### **3. Conciliando las visiones respecto del impacto del Related Lending**

Las dos visiones anteriormente expuestas no sólo difieren en términos de los posibles efectos del “related lending” en el desarrollo del sistema financiero, sino que también tienen implicancias completamente distintas en los sistemas de regulación bancarios que a partir de la evidencia empírica provista por cada una de ellas, podrían ser implementadas en una economía.

La visión que apoya la existencia de “looting” o “tunneling”, podría ser utilizada, por ejemplo, para justificar estrictas regulaciones normativas sobre las relaciones de propiedad entre los bancos y las empresas no financieras, y/o establecer máximos permitidos de préstamos bancarios a entidades relacionadas, como en el caso de la regulación bancaria chilena que incluye como restricción que un banco no puede conceder créditos a entidades relacionadas que representen más del 5% de su patrimonio efectivo (Artículo 84 N°2 de la Ley General de Bancos).

En cambio, la visión informacional que destaca los beneficios derivados de la reducción del problema de selección adversa, sugeriría por el contrario que tales restricciones regulatorias podrían ser contraproducentes, al disminuir la capacidad de los bancos de solucionar los problemas de asimetría de información entre las partes.

¿Cómo conciliar estas dos visiones contrapuestas, de manera de entender bajo qué circunstancias los préstamos realizados a entidades relacionadas afectan positiva o negativamente el desarrollo del sistema financiero, impactando en la misma dirección la eficiencia económica?

Un enfoque interesante que aporta luz en este sentido es el propuesto por Cull, Harber e Imai (2011).

Los autores plantean que una razón del por qué la literatura ha dado origen a estas dos visiones tan contrapuestas, es la existencia de un sesgo de selección muestral. El problema fundamental es que sólo es posible observar “related lending” usando mediciones ex – post, por lo que esta evidencia no está aleatoriamente distribuida entre los países o en el tiempo.

Consideremos, por ejemplo, la literatura que apoya la visión de los efectos negativos del “related lending” en el desarrollo del sistema bancario, por la existencia de “looting” o “tunneling”:

- La evidencia en que se basan estos estudios está disponible precisamente porque los bancos fueron intervenidos por los gobiernos en el período siguiente a las crisis

bancarias que se caracterizaron por la existencia de fraudes en los préstamos relacionados.

- Alternativamente, países en que el related lending no condujo a expropiaciones de valor, no figuran en estos estudios ya que no hubo saqueos por parte de los insiders; al no haber crisis, no hubo intervención del gobierno; y por consiguiente la evidencia positiva no está públicamente a la vista.

Un problema similar afecta a la literatura que apoya la visión de los efectos positivos del “related lending” en el desarrollo del sistema bancario, al reducir el riesgo de selección por la vía de disminuir las asimetrías de información:

- No es una casualidad que los estudios que avalan esta perspectiva están todos basados en la evidencia histórica. Los libros que contienen los préstamos que informan estos estudios son de dominio público, precisamente a causa de la antigüedad y la permanencia de los bancos en el sistema a través del tiempo.
- Los bancos que no sobrevivieron por mucho tiempo, debido a que fueron saqueados por sus propios directores, es muy probable que no hayan dejado evidencia fácilmente disponible que permitiese descubrir el fraude de los insiders.

Por consiguiente, con el propósito de mejorar la calidad de la inferencia causal que puede ser obtenida de la evidencia empírica del “related lending”, los autores se alejan de las mediciones ex – post y en su lugar, se equipan con datos entre países considerando la restricción de propiedad cruzada entre bancos y empresas no financieras.

En esta línea, los autores desarrollan un índice de “related lending” que se basa en la probabilidad ex - ante de que existan préstamos relacionados. Estos índices fueron codificados para 74 países de todo el mundo.

La captura de la varianza entre países les permite examinar la posibilidad de no linealidad, alejándose de la visión de que el related lending pueda tener efectos simplemente positivos o negativos. Con este propósito, investigaron si el entorno institucional altera la manera en que el “related lending” retarda o promueve el desarrollo del sistema bancario. Se investigó la hipótesis que el estado de derecho y la capacidad de monitoreo por parte de los depositantes afecten la relación entre related lending y el crecimiento del sistema bancario. También investigaron la dirección de la relación de propiedad: cuando compañías no financieras tienen propiedad en un banco o cuando un banco tiene propiedad sobre una institución no financiera.

El razonamiento anterior se sustenta en los siguientes fundamentos teóricos:

- La literatura creciente y metodológicamente diversa del nexo existente entre el desarrollo del sistema financiero y el crecimiento económico de un país, donde la banca es una pieza crucial del proceso global de desarrollo financiero;

- La literatura que avala el nexo entre el sistema institucional vigente y el crecimiento, destacando la importancia de la correlación existente entre el estado de derecho y los derechos de propiedad, con el crecimiento económico de un país;
- La literatura sobre monitoreo por parte de los depositantes, que sugiere que generosos seguros de depósitos disminuyen sus incentivos a monitorear las actividades de los bancos, resultando en una mayor inestabilidad y menor desarrollo del sector bancario.

Cull, Harber e Imai concluyen tres resultados notables, en base a su investigación empírica:

- Primero: el análisis revela la inexistencia de relaciones claras entre las restricciones regulatorias sobre related lending y el crecimiento del sistema bancario; sin embargo, cuando se permite que los efectos del related lending varíen con el estado de derecho de un país, los autores encuentran que el related lending tiene efectos negativos en el desarrollo del sistema bancario sólo si los países tienen un estado de derecho débil, y positivo si los países tienen un estado de derecho fuerte;
- Segundo: la capacidad de monitoreo por parte de los depositantes no parece afectar la relación estadística entre el related lending y el desarrollo del sistema bancario, sugiriendo que este monitoreo podría no ser un mecanismo efectivo para reducir el riesgo potencial de expropiación de valor por parte de los insiders de un banco;
- Tercero: la dirección de la relación de propiedad entre bancos e instituciones no financieras es relevante, en el sentido de que las regulaciones que permiten a compañías no financieras tener propiedad sobre bancos, parecen crear incentivos a sus dueños a rescatar sus empresas durante períodos de crisis económicas a través de expropiar valor de sus bancos; sin embargo, este efecto no parece existir cuando los bancos son los dueños de las instituciones no financieras.

Los hallazgos anteriores indican que una visión positiva o negativa de los efectos del related lending pareciera ser muy simplista; los efectos del related lending parecen en consecuencia depender del ambiente institucional en que se inserte una economía.

En esta línea, los efectos perniciosos del related lending serían causados por una combinación de tres factores: débil estado de derecho, regulaciones que permiten a las compañías no financieras tener propiedad sobre bancos, y una crisis económica que cree incentivos a los dueños de una empresa no financiera a rescatar sus compañías a través de expropiar valor de los bancos donde tengan propiedad.

En otras palabras, existen condiciones institucionales bajo las cuales el related lending tiene efectos negativos sobre el desarrollo del sistema bancario y condiciones bajo las cuales el related lending tiene efectos positivos.

Si el estado de derecho es fuerte, el related lending se asocia con un crecimiento más rápido del crédito, motivado quizás por el temor a la sanción legal que podrían tener los insiders por expropiar valor de sus bancos. Al mismo tiempo, como consecuencia el sistema bancario se beneficiaría de la reducción del riesgo de selección adversa al resolver los problemas de asimetría de información a bajo costo.

Cuando el estado de derecho es débil, por el contrario, el related lending se asocia con tasas de crecimiento menores del crédito, presumiblemente porque los insiders del banco pueden expropiar valor de sus bancos sin sanciones legales, aumentando por esta vía el riesgo moral.

Desafortunadamente, la ética en los negocios parece ser un concepto bastante relativo, en este contexto, por lo que no se puede dar por supuesta la buena fe de los agentes en el mercado, siendo muy relevante promover la creación de un sólido estado de derecho. Para las economías en desarrollo, lo anterior es claramente una tarea que involucra un proceso de largo plazo, no pareciendo existir sustitutos al estado de derecho en la prevención de los abusos asociados con el related lending.

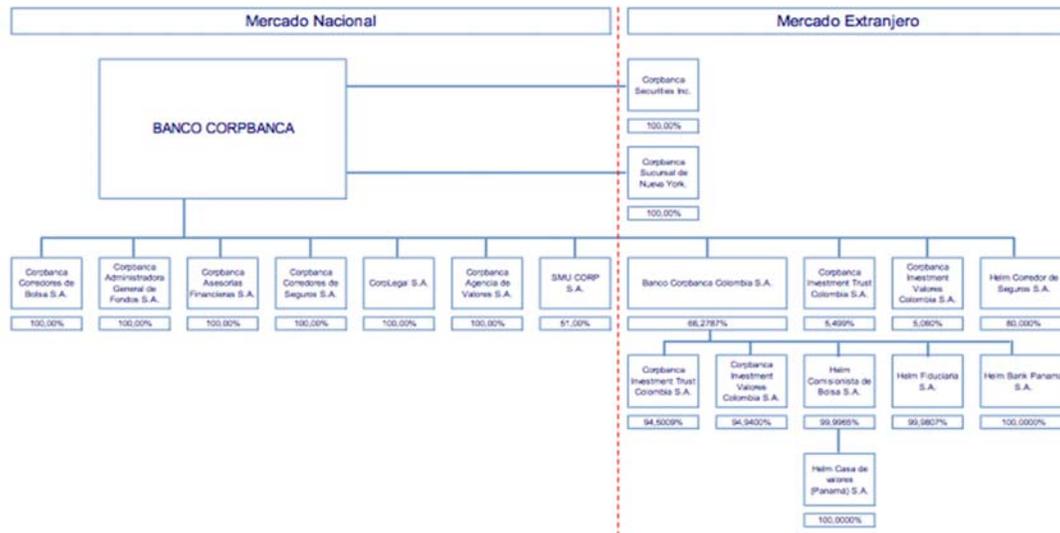
¿Hasta qué punto los covenants pueden proteger a un tenedor de deuda de eventuales expropiaciones de valor, en presencia de related lending?

Desafortunadamente, los estudios anteriormente presentados, no toman en consideración la existencia de covenants en los contratos de deuda adquiridos, ya sea por las instituciones bancarias o las empresas afiliadas. Se argumentará más adelante que la amenaza de perder el control en alguna de las empresas relacionadas, debido al incumplimiento de covenants (caso SMU), podría gatillar la emisión de préstamos a relacionados (por parte de CorpBanca).

## PARTE 2: CASO SMU - CORPBANCA

Con el propósito de entender desde un punto de vista empírico, el efecto que ha tenido en nuestro país el uso de cláusulas restrictivas, esta sección analizará en detalle cómo el frágil desempeño financiero de la cadena SMU S.A., que lo llevó a incumplir con sus covenants, terminó por afectar a CorpBanca, alentando comportamientos en el controlador que entraron en conflicto con el propósito esencial del sistema financiero y por ende con una asignación no eficiente de recursos.

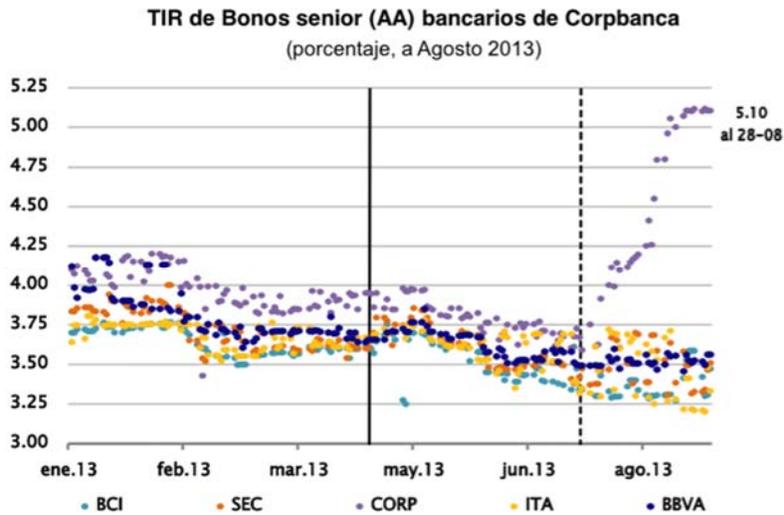
Veremos cómo las dificultades financieras por las que atravesó SMU, que llevaron al mercado a descontar sus bonos a mayores tasas, impactaron negativamente al resto de los bonos emitidos por CorpBanca, su grupo controlador (ver Figura N°1: CorpBanca y Subsidiarias), por supuestas triangulaciones que señalaban que se había excedido el límite del 5% de capital efectivo que un banco puede prestar a una entidad financiera relacionada, llevando a la SVS a intervenir.



Fuente: CorpBanca y Subsidiarias; Estados Financieros Intermedios Consolidados al 31/12/2013

Figura N°1

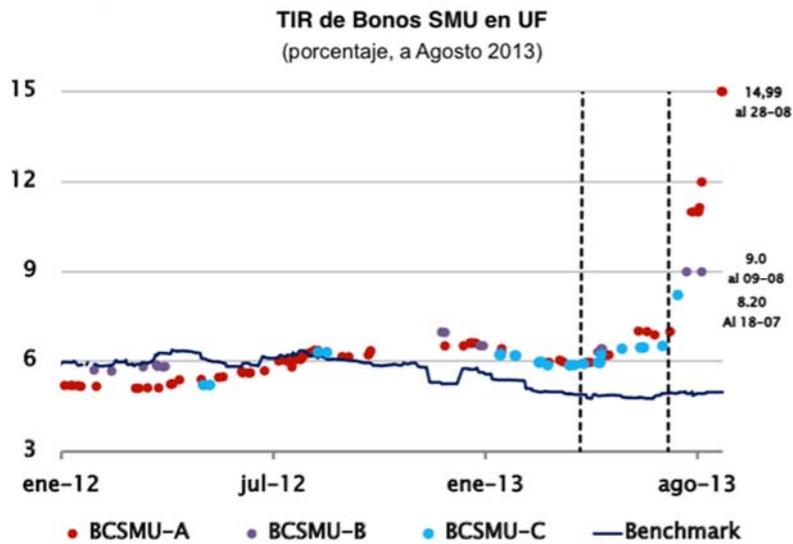
Esto se demuestra con el aumento de la TIR de los Bonos senior (AA) de CorpBanca en relación a la industria bancaria, en agosto del año 2013, como se aprecia en el Gráfico N°1.



Fuente: Banco Central de Chile, información tomada de la Bolsa de Comercio de Santiago

**GRAFICO N°1: TIR de Bonos senior bancarios de CorpBanca**

Lo anterior muestra una clara correlación positiva con la evolución de la TIR de los bonos de SMU, que ante el mayor riesgo financiero enfrentado por la matriz supermercadista perteneciente al Grupo Saieh (Ver Gráfico N°2), llevan al mercado a descontar con mayores tasas a sus bonos.



Fuente: Banco Central de Chile, información tomada de la Bolsa de Comercio de Santiago

**GRAFICO N°2: TIR de Bonos SMU**

### 3.1.- Problemas de SMU: Dualidad Crecimiento versus Rentabilidad:

Los problemas financieros de SMU comienzan a gestarse en el año 2008 cuando su controlador fue adquiriendo una serie de cadenas de supermercados regionales, que le permiten ubicarse como el tercer operador de supermercados de Chile, llamado SMU, cuya principal marca era Unimarc (ver Figura N°2):



Fuente: Prospecto emisión de bonos desmaterializados series A y B al portador, SMU, Junio-2011

**Figura N°2: Evolución de cadenas de supermercados regionales adquiridas por SMU**

Producto de esta agresiva estrategia de crecimiento, sólo en tres años SMU adquirió 53 cadenas de supermercados en Chile, logrando posicionarse como el tercer actor del retail en Chile (ver Figura N°3):



Fuente: Prospecto emisión de bonos desmaterializados series A y B al portador, SMU, Junio-2011

**Figura N°3: Market Share Supermercados – comparación 2006 versus 2010**

El crecimiento compuesto en las ventas de SMU alcanza el 21% entre el 2010 y el 2013 (ver Tabla N°1), lo que va acompañado de un incremento en el endeudamiento e incrementos sucesivos de capital (ver Tabla N°2) y de pérdidas crecientes en sus estado de resultados (ver Resultado Neto en Tabla N°1).

	Ch \$	2010 (1)	%	2011	%	2012	%	2013	%
Ventas		1.077.950.951.000	100%	1.768.862.254.000	100%	2.102.211.837.000	100%	1.909.416.591.000	100%
<b>Margen Bruto</b>		<b>290.127.458.000</b>	<b>27%</b>	<b>398.994.201.000</b>	<b>23%</b>	<b>497.147.668.000</b>	<b>24%</b>	<b>466.014.383.000</b>	<b>24%</b>
Gastos Administración		241.437.245.000	22%	391.660.953.000	22%	448.178.245.000	21%	523.253.623.000	27%
<b>Margen Operacional</b>		<b>19.055.392.000</b>	<b>2%</b>	<b>-25.593.176.000</b>	<b>-1%</b>	<b>3.864.581.000</b>	<b>0%</b>	<b>-457.501.470.000</b>	<b>-24%</b>
Gastos Financieros		30.070.937.000	3%	48.939.126.000	3%	61.695.827.000	3%	75.887.080.000	4%
<b>Resultado Neto</b>		<b>-8.145.103.000</b>	<b>-1%</b>	<b>-73.910.095.000</b>	<b>-4%</b>	<b>-42.680.137.000</b>	<b>-2%</b>	<b>-531.410.068.000</b>	<b>-28%</b>

Fuente: Estados Financieros bajo estándar IFRS

(1): Memoria SMU SA

**Tabla N°1: Tomado de Estado de Resultados SMU S.A.**

	Ch \$	2010 (1)	2011	2012	2013
<b>Pasivo Financiero Corriente &amp; No Corriente</b>		<b>438.795.433.000</b>	<b>919.511.394.000</b>	<b>993.825.545.000</b>	<b>853.881.884.000</b>
Capital Emitido		422.637.574.000	745.054.600.000	795.054.600.000	970.340.045.000
Ganancia Acumulada		-65.510.453.000	-139.683.042.000	-184.001.139.000	-706.508.124.000
<b>Patrimonio Total</b>		<b>357.875.677.000</b>	<b>753.072.003.000</b>	<b>756.495.092.000</b>	<b>410.761.002.000</b>

Fuente: Estados Financieros bajo estándar IFRS

(1): Memoria SMU SA

**Tabla N°2: Tomado de Balance General Consolidado de SMU S.A.**

Esta compra masiva de cadenas, sin pausas que permitiesen consolidar lo comprado, con toda la complejidad que implica la integración de distintas culturas organizacionales, diversidad de procedimientos administrativos, dificultades en la integración de sistemas informáticos, etc. llevan necesariamente a perder el foco en el consumidor, cometiéndose desde un punto de vista de gestión dos errores fundamentales, desde la perspectiva de Pilar Lamana, directora del Centro de Retail de la Universidad Adolfo Ibáñez<sup>4</sup>:

1. *“Estandarizar tiendas adquiridas a lo largo de Chile, sin considerar los gustos locales y la idiosincrasia de cada lugar... tanto es el daño que causó esta política, que hay tiendas que hoy venden la mitad de lo que vendían antes de ser adquiridas por Saieh... en algunos casos ... los antiguos dueños volvieron a abrir tiendas con éxito, pues venden productos que fueron eliminados por Unimarc....”*
2. *“SMU no ha logrado un posicionamiento efectivo en el público, lo que sí lograron otros supermercados. Jumbo con su promesa de productos de alta calidad y una experiencia de compra única, llega a los segmentos económicos más altos. Líder con sus precios bajo y surtido, se posicionó bien en los estratos medios y bajos.”*

Precisando por último que *“Los errores de gestión de SMU tienen como efecto que sus supermercados venden entre U\$350 y U\$400 en productos por metro cuadrado al año. Mientras que Líder vende U\$600 al año y Jumbo llega a U\$800.”*

En consecuencia, el problema de la estrategia de crecimiento de SMU no está necesariamente en haberla financiado con endeudamiento y aportes sucesivos de

<sup>4</sup> América Economía, La Crisis de Alvaro Saieh, 9 de Mayo de 2013

<http://www.americaeconomia.com/negocios-industrias/la-crisis-de-alvaro-saieh>

capital, sino por el contrario en no haberla rentabilizado a través de la búsqueda de sinergias efectivas entre las cadenas adquiridas (rebajando por esta vía los gastos de administración), con un posicionamiento que resultara claro y relevante para el público objetivo de la cadena (para potenciar las ventas y no mermarlas como sucedió en la práctica).

Lo anterior puede ser visto claramente en la Tabla N°1 anterior, donde observamos:

- Una caída en el margen bruto desde el 2010 al 2013: pérdida de 3 puntos porcentuales de venta, desde un 27% a un 24% de los ingresos, evidenciando problemas a nivel del Core Business;
- Un elevado nivel de gastos administrativos, que se llevan entre 21% y 22% de los reducidos 23% - 24% de margen bruto, entre el 2011 y 2012, agravándose incluso en el año 2013 cuando los gastos administrativos llegan a 27 % de las ventas, con tan solo 24% de margen, todo lo cual confirma un significativo problema a nivel de la Gestión de la Cadena.

Los problemas anteriormente descritos llevan a SMU a aumentar plazos de pago a proveedores, de manera tal de poder disminuir sus problemas de flujo de caja, como puede ser visto en la siguiente evolución (ver Tabla N°3):

Ch \$	2010 (1)	2011	2012	2013
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	19.033.433.000	378.797.841.000	534.628.821.000	385.547.424.000
Cuentas por pagar a entidades relacionadas, corrientes	2.623.417.000	7.831.719.000	14.709.006.000	5.851.587.000

Fuente: Estados Financieros bajo estándar IFRS

(1): Memoria SMU SA

### **TABLA N°3: Evolución de Cuentas por Pagar de SMU**

En efecto, los proveedores acusaron a la cadena de atrasos en los plazos de pago, lo que fue confirmado a mediados de 2012 por la Asociación Gremial de Industrias Proveedoras, AGIP, acudiendo a la FNE.

Esta peligrosa combinación de incremento en el Riesgo Operacional, unido a un incremento en el Riesgo Financiero, llevan por fuerza a la necesidad del controlador de hacer sucesivos aumentos de capital para evitar la quiebra del conglomerado supermercadista (ver Tabla N°2).

### **3.2.- Supuestas Triangulaciones:**

A los malos resultados obtenidos por SMU, se unió el rumor de supuestas triangulaciones por medio de las cuales CorpBanca habría excedido el límite de 5% de capital efectivo que un banco puede prestar a una entidad relacionada<sup>5</sup>.

<sup>5</sup> El Mostrador, Las Triangulaciones de Saieh para inyectar fondos a SMU

<http://www.elmostradormercados.cl/destacados/las-triangulaciones-de-saieh-para-inyectar-fondos-a-smu/>

En efecto, uno de los factores que determinó que la crisis que vivió nuestro país en el año 1982 se profundizara, fueron precisamente los créditos bancarios a empresas relacionadas, los cuales eran posibles debido a vacíos en la regulación, razón por la cual la norma bancaria chilena incluyó posteriormente como restricción que un banco no puede conceder créditos a entidades relacionadas que representen más del 5% de su patrimonio efectivo (Artículo 84 N°2 de la Ley General de Bancos)<sup>6</sup>:

En razón de la mencionada regulación, la evidencia apunta a que Alvaro Saieh recurrió a triangulaciones para poder inyectar fondos a SMU, operaciones que si bien podrían ser legales, carecen en todo caso de falta de transparencia y podrían llegar a transgredir el espíritu del artículo 84 de la Ley de Bancos.

Las denuncias realizadas por el diario electrónico El Mostrador señalan que la triangulación se habría hecho a través de Fondos de Inversión Privados (FIP), que habrían permitido financiar parte relevante de los mencionados aumentos de capital mencionados en la sección anterior (dos aumentos de capital realizados el 2012 por un total de U\$97,3 millones y un aumento de capital en marzo de 2013 por U\$51 millones).

Lo anterior es posible de verificar en los Estados Financieros de SMU, en su capítulo referido a la composición accionaria del patrimonio de la compañía.

En efecto, en la Memoria Anual de SMU S.A. al 31 de Diciembre de 2012, es posible apreciar que la propiedad de SMU está compuesta por 2.738.916.339 acciones suscritas y pagadas, en función de la siguiente nómina de accionistas (ver Figura N°4):

Por lo que fácilmente podemos apreciar que el 21,253% del Capital de SMU está en manos de distintos FIP.

---

<sup>6</sup> Ley General de Bancos (<http://www.sbif.cl>)

*Título XI*

*LIMITACIONES DE CREDITO*

*Artículo 84: Todo banco estará sujeto a las limitaciones siguientes:*

*2) No podrá conceder créditos a personas naturales o jurídicas vinculadas directa o indirectamente a la propiedad o gestión del banco en términos más favorables en cuanto a plazos, tasas de interés o garantías que los concedidos a terceros en operaciones similares. El conjunto de tales créditos otorgados a un mismo grupo de personas así vinculadas, no podrá superar el 5% del patrimonio efectivo...*

Accionistas	Número de Acciones	
	Comunes	Porcentaje de propiedad real
S y R Inversiones Limitada	273.424.256	9,983%
Fondo de Inversión Privado Synergia	167.209.322	6,105%
Inversiones SMU Matriz Limitada <sup>(1)</sup>	887.167.988	32,391%
Inversiones Rendic S.A.	59.143.779	2,159%
Inversiones Épsilon II S.A. <sup>(2)</sup>	33.304.481	1,216%
Fondo De Inversión Privado Gamma <sup>(3)</sup>	162.435.161	5,931%
Brator Uno Fondo de Inversión Privado	137.976.902	5,038%
Fondo de Inversión Privado Alpha <sup>(4)</sup>	60.589.399	2,212%
Fondo de Inversión Privado Alpha II <sup>(5)</sup>	55.548.090	2,028%
FIP Croacia	35.251	0,001%
OS Investment FIP	33.911.065	1,238%
Gestora Omega Ltda. <sup>(6)</sup>	336.724.842	12,294%
Gestora Omega Ltda. BG 1 <sup>(6)</sup>	39.976.758	1,460%
Gestora Omega Ltda. BG 2 <sup>(6)</sup>	148.843	0,005%
Gestora Omega Ltda. BG 3 <sup>(6)</sup>	2.101.368	0,077%
Agrícola Corniglia Ltda.	73.030.265	2,666%
Fondo de Inversión Privado Épsilon <sup>(7)</sup>	131.598.528	4,805%
NS SPA <sup>(8)</sup>	284.590.041	10,391%
<b>Total</b>	<b>2.738.916.339</b>	<b>100%</b>

**Figura N°4: Nómina de Accionistas de SMU al 31/12/2012**

Paso a continuación a describir la mecánica de operación de estas aludidas triangulaciones, según la información pública disponible en la prensa:

### 3.2.1.- FIP Synergia<sup>7</sup>:

En marzo de 2010, Celfín Capital creó el fondo de inversión privado Synergia que aportó US\$ 150 millones a SMU. El FIP se abrió con US\$ 165 millones de capital y US\$ 115 millones de ellos los aportó CorpBanca a través de un crédito. Otros US\$ 50 millones los aportaron inversionistas privados.

En Febrero de 2010, Celfín informa a los potenciales inversionistas que CorpBanca financiará un crédito para que inviertan en SMU. El 8 de marzo Synergia firma la línea de crédito que le abre CorpBanca por hasta \$ 64.600 millones. Al día siguiente en junta extraordinaria de SMU aprueba el aumento de capital por \$ 83.771 millones.

Se dejan US\$ 15 millones en Synergia para pagar los intereses del crédito. CorpBanca le cobra al FIP un 6,25 % nominal al año en los primeros 22 meses y luego se acuerda una tasa de mercado más un margen aplicable ascendente de 1,5% anual hasta que termine el mes 31, que es el plazo para devolver la inversión.

<sup>7</sup> Tomado de El Mostrador, Las Triangulaciones de Saieh para inyectar fondos a SMU <http://www.elmostradormercados.cl/destacados/las-triangulaciones-de-saieh-para-inyectar-fondos-a-smu/>

A los inversionistas se les ofrece una ganancia del 8,5 % anual por el período de vida del Fondo que va de 23 a 29 meses. Se ofrece además un 2% de interés respecto del capital aportado si no se cumple el compromiso de abrir en bolsa la compañía en 48 meses (marzo de 2014).

Por último, el prospecto que presentó Celfín a los inversionistas indica que los accionistas de SMU se comprometen a comprar a Synergia y sus inversionistas las acciones que adquirirán producto del aumento de capital.

Lo anterior significa por una parte que el controlador logra financiar sin recursos propios el necesario aumento de capital, y por otra parte asegura no diluirse al comprometer la recompra de las acciones.

En síntesis, el banco financia el FIP en gran porcentaje (70% según lo informado por El Mostrador), el FIP financia a SMU y Saieh se compromete a recomprar las acciones, logrando de esta manera no diluirse.

### **3.2.2.- FIP Gamma<sup>8</sup>:**

El segundo financiamiento relevante para SMU vino en octubre de 2010, con una estructura financiera y legal similar a la de Synergia, pero con un financista distinto.

El 6 de octubre de 2010 se reúne la sociedad Inmobiliaria e Inversiones RCC que lidera Jorge Andrés Saieh Guzmán, (hijo de Alvaro Saieh), se crea el FIP Gamma, con un capital de UF 5 millones y una duración estimada de tres años. Se acuerda que las cuotas del fondo no son de oferta pública y se colocarán en 60 días como máximo.

Dos días después, se realiza una junta extraordinaria de accionistas de SMU y se acuerda un aumento de capital de \$ 99.547 millones. De ellos \$ 14.547 millones se aportan con cargo a las utilidades del ejercicio menos las pérdidas acumuladas al 31 de diciembre de 2009. De esta forma, el aumento en concreto es de \$ 85.000 millones. De este monto, Alvaro Saieh consigue un crédito de US\$ 101 millones destinado a financiar el FIP Gamma con BancoEstado.

En este segundo caso, existe también el mismo acuerdo de recompra a favor de los accionistas de SMU.

### **3.2.3.- FIP's Alpha y Alpha II:**

Se menciona que el Controlador de SMU, recurrió a las compañías de seguro que controla, Corpvida y Corpseguros, quienes compraron cuotas de los FIP.

Algunas de dichas operaciones fueron cuestionadas por la SVS, la que en un oficio de Septiembre de 2011 dijo que las inversiones de Corpvida en los Fondos de Inversión Privado Alpha y Alpha II debían ser considerados como una operación entre partes

---

<sup>8</sup> Tomado de El Mostrador, Las Triangulaciones de Saieh para inyectar fondos a SMU <http://www.elmostradormercados.cl/destacados/las-triangulaciones-de-saieh-para-inyectar-fondos-a-smu/>

relacionadas dado que ambos fondos participan en SMU, atendiendo a que ambas compañías pertenecientes al Grupo Saieh, habían adquirido el 71% de sus cuotas.

### 3.3.- Incumplimiento de Covenants:

En julio de 2013 la compañía informó al mercado acerca de errores en la contabilización en los contratos de arrendamiento en 308 de los 697 inmuebles en los que opera (¿contabilidad creativa?).

Producto de esto, se generó una disminución en el EBITDA y un aumento en el nivel de endeudamiento de la compañía, lo que derivó en el rompimiento de los covenants, asociados a los préstamos bancarios y las líneas de bonos, en lo relativo a endeudamiento y cobertura de gastos financieros<sup>9</sup> (ver Tabla N°4):

Período	12/2011	03/2012	06/2012	09/2012	12/2012	03/2013	06/2013	09/2013	12/2013	03/2014	06/2014	09/2014	12/2014
EBITDA sobre costo financiero (veces)	1,25	1,37	1,52	1,58	1,66	0,48	NA	NA	NA	0,92	0,85	0,86	1,06

Fuente: Indicadores Financieros SMU, SVS

**Tabla N°4: Evolución de EBITDA / Costos Financieros SMU**

Desde Marzo 2013 hasta finales de 2014, el EBITDA no era suficiente para cubrir los costos financieros.

En el hecho esencial SMU revela que la nueva cifra significa un aumento de 7% en sus pasivos financieros y casi 5% en sus pasivos totales. El gerente general de la compañía, Marcelo Gálvez, explicó que la mayor cifra respecto de la informada inicialmente, se debía a una decisión de la administración de aplicar literalmente criterios contables ajustados a las normas internacionales de arriendo (NIC 17), lo que llevó a reconocer como pasivos una serie de locales adicionales.

Toda esta situación que despertó suspicacias en el mercado, se agrava con la renuncia del director representante del accionista minoritario Southern Cross, Fernando Barros, revelando lo deterioradas que estaban las relaciones al interior del directorio de SMU, en cuya carta de renuncia, según lo consignado en la prensa<sup>10</sup>, pedía a la presidenta del Directorio, Sra. Pilar Dañobeitia, la revisión de sus operaciones con partes relacionadas.

### 3.4.- Impactos en CorpBanca y Corpgroup:

El mismo día en que SMU diera cuenta a la SVS del error contable en sus arriendos, la agencia clasificadora de riesgo S&P rebajó la nota<sup>11</sup> a los bonos CorpBanca, Inversiones

<sup>9</sup> ICR SMU SA, Comunicado SMU, 17 de Julio de 2013

<sup>10</sup> América Economía, La Crisis de Alvaro Saieh, 9 de Mayo de 2013

<http://www.americaeconomia.com/negocios-industrias/la-crisis-de-alvaro-saieh>

<sup>11</sup> El Mostrador. Revelación que error contable de SMU se duplicó a US\$ 150 millones enciende alarmas. 26 de Agosto de 2013

CorpGroup Interhold y a CorpGroup Banking.

Ejecutivos del banco hablaron con inversionistas y dieron detalles de su exposición a SMU. En la ocasión señalaron que ésta podría impactar en un 3 % las utilidades del banco.

S&P bajó el *rating* tanto a CorpBanca —de BBB+ a BBB con perspectiva estable - como a CorpGroup Banking - a "BB-" de "BB". La agencia igualmente rebajó el *rating* a Inversiones CorpGroup Interhold a B+, como resultado de la reducción de nota a CorpBanca. El *rating* después fue retirado a pedido de la empresa.

Moody's por su parte colocó en revisión negativa todas las calificaciones de CorpBanca y CorpGroup, destacando que la dependencia media de CorpBanca a la financiación mayorista, a corto plazo, es más alta, lo que representa riesgos de refinanciación que son parcialmente mitigados por el hecho de que la mayoría de ellos son depósitos de los clientes<sup>12</sup>. Explicó además que la revisión se enfocó en la evolución de las condiciones y la estructura de financiamiento del banco, especialmente por el potencial contagio de SMU y los efectos que esto podría tener en la rentabilidad de CorpBanca.

En conjunto con la preocupación del mercado y de las clasificadoras respecto de la exposición de CorpBanca a SMU, se comienza a gestar en el mercado la preocupación por la compra del banco colombiano Helm Bank en el mes de Agosto de 2013.

El Grupo Saieh venía aplicando la misma estrategia agresiva de crecimiento en el sector bancario, adquiriendo a mediados del 2012 Banco Santander Colombia, para luego en Agosto del 2013 adquirir el 87,4% del Helm Bank en Colombia, Panamá e Islas Caimán, lo que implica que indirectamente tiene el 66,4% de CorpBanca Colombia (ex Santander). Esto le obligó a aumentar su base de capital en U\$1.300 según información disponible en la prensa<sup>13</sup>.

Toda esta compleja situación aumenta el costo de fondeo del Banco, tal como se aprecia en el incremento de la TIR de los Bonos senior (AA) de CorpBanca respecto a la industria bancaria, cuyo gráfico muestra cómo claramente sube la tasa de los depósitos a plazo a 90 días en el mercado secundario en agosto del 2013 (Ver Gráfico N°2).

CorpBanca se ve forzada a vender cartera de colocaciones para ganar liquidez, perdiendo participación de mercado y afectando su rentabilidad. El banco necesitaba reducir el nivel insostenible de sus costos de fondeo, por el impacto en la menor rentabilidad, no obstante, su problema principal era el riesgo de liquidez (las empresas quiebran por caja, no por sus resultados)<sup>14</sup>

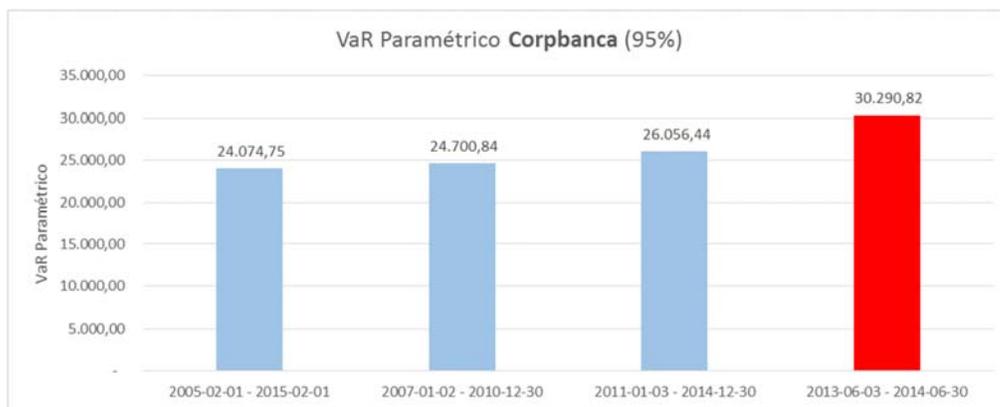
---

<sup>12</sup> <http://www.emol.com/noticias/economia/2013/08/30/617284/moodys-coloca-clasificacion-de-CorpBanca-y-corpgroup-banking-en-revision-a-la-baja.html>

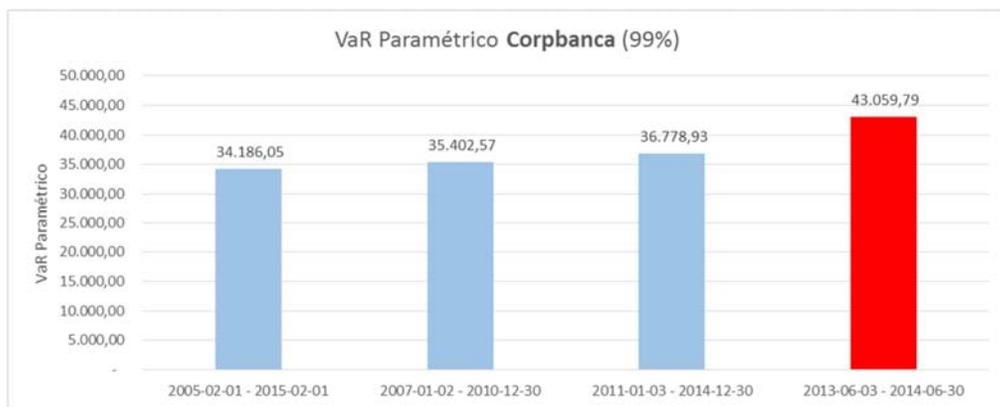
<sup>13</sup> El Mostrador. CorpBanca habría vendido cartera para ganar liquidez. 18 de Noviembre de 2013

Para demostrar la hipótesis del aumento del riesgo al invertir en CorpBanca, al desatarse el evento SMU de contagio y riesgo reputacional, calculé los VaR Paramétricos al 95% y 99% de confianza de los retornos diarios de las acciones de CorpBanca.

Cuando se gatilla el problema de SMU es posible ver cómo “saltan” los VaR, en la ventana Junio de 2013 a Junio de 2014, comparados con otras ventanas de tiempo, ver las barras en rojo en las Figuras N° 5 y 6, demostrándose claramente la hipótesis de como aumentaron los riesgos de pérdidas esperadas al invertir en acciones de CorpBanca (Ver planilla con los VaR de CorpBanca).



**Figura N°5: VaR 99% Paramétrico CorpBanca**  
(Elaboración propia con datos de la BCS)



**Figura N°6: VaR 95% Paramétrico CorpBanca.**  
(Elaboración propia con datos de la BCS)

### 3.5.- Decisión de CorpBanca de fusionarse con Itaú:

Según el Gerente General de CorpBanca, Fernando Massú, el impacto sobre su costo de fondo se debe básicamente a tres causas<sup>14</sup>:

<sup>14</sup> Diario Financiero. Como SMU gatilló los problemas de liquidez de CorpBanca. 9 Dic. 2013

1. *Comunicaciones de prensa respecto a supuestas triangulaciones con SMU, informando que “CorpBanca antes de prestarle a este FIP (...) pidió un estudio en derecho a un ex fiscal de la Superintendencia, el cual cuando nos dio su trabajo nos explicó claramente que no había ningún problema en hacer este crédito. Adicionalmente, se fue a conversar con la Superintendencia y también nos dio la misma respuesta”.*
2. *El oficio reservado de la Superintendencia de Pensiones (SAFP), informando que “a pesar de que estos oficios son confidenciales, supimos que la SAFP emitió un oficio pidiéndole a los fondos de pensiones que le indicaran cuánto era el monto que tenían invertido en todas las empresas del grupo, y también se incluía dentro de estas empresas a CorpBanca. Y adicionalmente se incluía un comentario que decía: ‘indíqueme qué acciones van a tomar para proteger a sus afiliados’, en otras palabras les estaba indicando que a juicio de la SAFP el grupo exhibía mayor riesgo y dentro de estas empresas incluía a CorpBanca”.*
3. *La petición de la Comisión Clasificadora de Riesgo (CCR) de una tercera nota.*

Según Massú: “se fue a conversar con cada uno de estas instituciones. Se conformó un equipo de trabajo donde diariamente nos reuníamos para ver cómo estaba la liquidez del banco (...) Y por lo tanto, se fue a hablar desde el Ministro de Hacienda, y pasando prácticamente por todas las autoridades para tratar de conseguir su apoyo”.

Con todo, según Diario Financiero, la razón del por qué CorpBanca decidió fusionarse con un importante banco regional, creando una especie de co-control en la gestión del Banco, no se relacionaría con la necesidad de vender una participación en la institución financiera para aportar capital a SMU, sino más bien con disminuir el “ruido” que le inyecta éste al banco.

Con un socio, la señal de independencia entre los negocios sería mayor. En efecto, Bloomberg informó la misma semana que el rendimiento adicional que los inversores estaban exigiendo a los bonos internacionales de CorpBanca caía al nivel más bajo en cinco meses, lo que podía interpretarse como una señal de apoyo del mercado a la decisión de fusión con un banco mayor.

### **3.6.- El silencio de los Minoritarios chilenos<sup>15</sup>:**

El fondo estadounidense Cartica demandó a CorpGroup y los directores de CorpBanca por fraude en un tribunal de Nueva York, elevando sus cuestionamientos ante la SVS en Chile por las condiciones de la fusión entre CorpBanca e Itaú en Chile y los beneficios que el controlador Álvaro Saieh estaría obteniendo con esta operación.

En medio de este panorama los accionistas minoritarios chilenos permanecen en silencio, con la excepción de Consorcio, quien defendió públicamente la operación. Las AFP y Moneda no dijeron nada, al menos en público. La clave estaría en los más de mil millones de dólares en bonos que las empresas del

---

<sup>15</sup> <http://www.elmostrador.cl/negocios/2014/04/16/cartica-vs-saieh-y-el-silencio-de-los-minoritarios-chilenos/>

*holding* de Álvaro Saieh tienen colocados en el mercado, un porcentaje relevante de los cuales están en manos de los minoritarios locales. Para ellos es por consiguiente más rentable que la fusión ocurra a que se caiga, ya que de no concretarse la operación, el empresario tendría problemas de liquidez y eso complicaría el pago de los bonos, en particular los de SMU. A eso se suma que el banco mismo podría ver sus costos de fondeo de nuevo dispararse.

Los minoritarios locales relevantes son los Abumohor (a través de Sierra Nevada), Moneda Asset Management, las AFP, la compañía de seguros CorpVida (vendida por Saieh al *holding* ILC de la Cámara Chilena de la Construcción) y la compañía de seguros Consorcio.

Todos ellos tienen un doble vínculo con el banco. Además de ser accionistas, tienen recursos invertidos en bonos de CorpBanca, CorpGroup y SMU.

Según la prensa estos minoritarios estarían privilegiando su exposición a los bonos del grupo Saieh, ya que ellos apostaron fuerte a la deuda cuando los bonos fueron castigados, a mediados del 2013, por la grave crisis de SMU que contaminó al resto de los activos del *holding*.

Estos minoritarios estarían dispuestos a aceptar que Saieh se lleve algún beneficio extra en términos de liquidez, porque la fusión les aseguraría, en un plazo relativamente corto, ganar una buena rentabilidad con los bonos que compraron cuando estaban a bajos precios.

Las AFP por su parte, que poseen un 1,47% del banco, tenían invertidos \$ 1.135.984 millones en bonos y depósitos a plazo de CorpBanca a marzo del 2014, por lo que preferirían no hacer ruido y actuar con moderación para no afectar el valor de sus bonos y acciones, de acuerdo a lo consignado por El Mostrador.

### PARTE 3: DISCUSION FINAL

Teniendo las cláusulas restrictivas la labor de reducir los problemas de agencia, a través de reglamentar el comportamiento indeseable o a través de alentar el comportamiento deseable del prestatario (con el propósito de impedir decisiones que induzcan pérdidas de valor de la firma, o de distribuir el control sobre la empresa de manera de optimizar la toma de decisiones), la evidencia empírica revela que las severas asimetrías de información presentes en los mercados conducen a la escritura de contratos de deuda con covenants más estrictos de lo necesario, con el propósito de proteger al prestamista de futuras e inciertas expropiaciones de valor, lo que finalmente se traduce en numerosas ineficiencias producto de las costosas renegociaciones que deben ser realizadas para tender a una situación de equilibrio.

Desde esta perspectiva, el Related o Insider Lending, presentaría atractivas ventajas al disminuir el Riesgo de Selección Adversa al que se ven enfrentados los bancos al extender préstamos a empresas, al existir una mayor simetría de información que permitiría canalizar mejor los recursos del sistema bancario hacia proyectos que agreguen valor a la economía.

Lo anterior, partiendo de la base que la práctica del Related Lending se regule en forma eficaz, en un contexto de mayor información relevante disponible a bajo costo en el mercado, a nivel de bancos y empresas; adecuados sistemas de incentivos a nivel de gerentes y reguladores para limitar el comportamiento imprudente, fortaleciendo a su vez el estado de derecho para asegurar una adecuada exigibilidad de los contratos entre las partes.

En ausencia de las consideraciones anteriores, el Related Lending se transforma en una práctica peligrosa, en función del riesgo de Tunneling o Looting al que se ve incentivado el prestatario, cuando las empresas en las que posee derechos de propiedad atraviesan por dificultades financieras.

El Tunneling, que no es otra cosa que una manipulación imprudente de los recursos obtenidos en préstamo, contamina negativamente la práctica del Insider Lending, privando o restringiendo a nivel del sistema financiero, del uso de esta herramienta, que de ser bien regulada, ayudaría en forma importante a eliminar las costosas ineficiencias derivadas de la asimetría de información.

Como evidencia aplicable al mercado chileno, la presente investigación me permite demostrar que los covenants no hacen bien su trabajo ante la presencia de related lending ineficazmente regulado, tesis que se refuerza con los hallazgos encontrados en el caso SMU-CorpBanca.

Los deficientes resultados financieros obtenidos por SMU se tradujeron en pérdidas crecientes y destrucción de valor, que desencadenó en el incumplimiento de sus covenants.

El no cumplimiento de las anteriores cláusulas restrictivas, en lugar de conducir al Controlador a poner el foco en la búsqueda de sinergias para re-encontrarse con el valor o en su defecto planificar una desinversión ordenada del rubro, pusieron incentivos perversos, a la luz de la información pública disponible, recurriendo en primer lugar a una contabilidad creativa en SMU para disminuir el nivel de endeudamiento y luego perseguir aumentos de capital desde CorpBanca, ocultos a través de una ingeniosa ingeniería de triangulación de fondos.

La triangulación realizada a través de los FIP's consiguió el objetivo de aumentar el capital de la cadena supermercadista, logrando un nuevo equilibrio en el cumplimiento de las cláusulas restrictivas de los contratos de deuda de SMU, no obstante, entró en serio conflicto con prácticas de related lending que se reñían con el espíritu de los establecido en el artículo 84 número 2 de la Ley de Bancos.

En otras palabras, los covenants parecen no funcionar en presencia de related lending ineficazmente regulado, afectando significativamente la eficiencia en la asignación de recursos de la economía, los cuales dejan de ser asignados en función de la búsqueda de las mejores oportunidades de inversión (dado un determinado perfil rentabilidad/riesgo buscado por los emprendedores), y se someten al interés sesgado de un accionista controlador que aprovecha la estructura de su grupo económico, con participación en varios sectores de la economía, bancos y empresas productivas y de servicios.

Por consiguiente, mi primera hipótesis no es que los covenants no permitan resguardar los intereses de los prestamistas, ya que de ser este el caso el mercado ya los hubiese eliminado.

Por el contrario, me aventuro a postular que la efectividad de las cláusulas restrictivas se ve afectada al existir related lending, en un contexto en que este último no esté bien normado y complementado con medidas que permitan obtener los beneficios derivados de solucionar los normales problemas de asimetrías de información existentes entre prestadores y prestatarios.

La evidencia empírica obtenida a través de los diversos estudios realizados en la materia, expuestos en el marco teórico de esta investigación, indican claramente que no es suficiente con establecer regulaciones bancarias para limitar los préstamos de los bancos a empresas relacionadas.

Un conjunto de otras medidas adicionales debe ser implementada para conducir la práctica del related lending por canales adecuados de construcción de valor en el sistema financiero, tanto a nivel de propender a aumentar en forma significativa la información pública disponible, a bajo costo, a nivel de bancos y empresas; como de estructurar adecuados sistemas de incentivos a nivel de gerentes y reguladores para limitar el comportamiento imprudente, y fortalecer el estado de derecho asegurando una adecuada exigibilidad de los contratos entre las partes.

La falta de un sistema que englobe de forma integral todas las variables relevantes anteriores, se materializará sin lugar a dudas en expropiaciones de valor indebidas, tal como sucedió en el caso de México y parece estar sucediendo también en Chile, por lo observado en el caso SMU - CorpBanca, afectándose la eficiencia de la economía al sentarse las bases para una mala asignación de recursos.

Como se mencionó más arriba, una de las labores importantes de los covenants es impedir que ocurra sustitución de activos. En el caso de SMU hubo sustitución de activos, ya que CorpBanca metió dinero a un proyecto que destruye valor, lo que va en contra de los intereses de los depositantes de CorpBanca y de los accionistas minoritarios.

El mercado ciertamente advierte la triangulación de fondos, entiende que hay recursos que no están siendo asignados en forma eficiente, castiga la TIR de los bonos ante la existencia de sustitución de activos, por lo que se genera un segundo incentivo perverso para el controlador de hacer una promesa implícita al mercado de que se abstendrá de recurrir a la práctica de related lending, buscando una fusión con un importante banco regional, creando una especie de co-control en la gestión del Banco, con el propósito de disminuir el “ruido” existente (con un socio, la señal de independencia entre los negocios sería mayor), y que está afectando su costo de fondeo, amenazando la liquidez de CorpBanca.

En otras palabras, esta fusión pareciera no nacer por la búsqueda de sinergias que agreguen valor económico a la nueva entidad bancaria fusionada, sino que surge nuevamente por el desalineamiento existente entre los incentivos del Controlador y los del mercado. Ante lo anterior, llama fuertemente la atención que los minoritarios de CorpBanca hayan permanecido en silencio.

Aquí hay dos ineficiencias graves: la primera, la sustitución de activos, y la segunda, el remedio que se busca a través de la fusión con un banco regional para dar una señalización de independencia al mercado. En un mundo donde los covenants estén bien diseñados, ninguna de estas anomalías debería observarse.

En general, como se aprecia en Araya, Islas y Maquieira (2002) en relación a las cláusulas restrictivas existentes en el mercado chileno, la prohibición de fusionarse, dividir la compañía o la transformación jurídica del emisor, forma parte de las prácticas aplicables a nuestro mercado.

CorpBanca también tiene endeudamiento a través bonos, y pareciera ser (aunque falta más información respecto de la naturaleza concreta de las cláusulas restrictivas que posee el banco como emisor de deuda) que sus covenants tampoco están funcionando y los minoritarios optan por guardar silencio, en atención a la cantidad de recursos que tenían invertidos en bonos del banco, los que de no concretarse la fusión se verían castigados económicamente.

**Mi segunda hipótesis**, en presencia de cláusulas restrictivas, la posibilidad de practicar related lending se transforma en una práctica peligrosa, si este tipo de préstamos no

se encuentran eficazmente regulados, ya que genera incentivos perversos a grupos económicos, que tienen presencia en el mercado financiero y en el sector productivo y/o de servicios. En otras palabras, pareciera ser que los covenants están llevando a Alvaro Saieh a triangular recursos, usando related lending.

La regulación laxa crea un terreno fértil para concretar incentivos perversos que llevan al Agente Principal a perder el foco respecto de su verdadera misión: Rentabilizar SMU y sujetarse al juicio del mercado.

Saieh tiene dos opciones claras:

- gestionar SMU en base a las mejores prácticas del management para conseguir que la cadena agregue valor a los accionistas mayoritarios y minoritarios, o
- en caso que no logre lo anterior, comenzar a planificar una desinversión ordenada de acuerdo a las reglas del mercado y en función de la legislación vigente.

Lamentablemente, opta por una tercera vía que no debería ser opción viable, si el estado de derecho existente no tuviese vacíos que creen espacios de oportunidad para malas prácticas.

**Mi tercera hipótesis**, en razón de lo anterior, es la existencia de vacíos regulatorios que deberían ser cubiertos por la autoridad, SBIF y SVS, incrementando el nivel de supervisión a nivel de los Holdings y de los Fondos de Inversión Privados (FIP's), que parecieran estar en terreno de nadie, de manera tal de realizar un control desde una perspectiva más integral, en línea con la conformación que están tomando los grupos económicos locales en nuestro país.

Ciertamente, estos aparentes vacíos legales generan vulnerabilidad al sistema financiero, afectando el desarrollo de la economía, vía una asignación no eficiente de los recursos.

En mercado desarrollados, como Estados Unidos, los covenants parecen funcionar mejor, por el hecho de que el mercado es más atomizado, a diferencia de lo ocurrido en economías emergentes como la chilena, donde se concentra mucho más el poder económico, por lo que las cláusulas restrictivas deberían escribirse en forma diferente.

La evidencia empírica observada en el caso SMU – CorpBanca parece indicar que los covenants deben ser rediseñados tomando en cuenta las particularidades de nuestro mercado, así como también las entidades fiscalizadoras deben hacer lo propio en términos de tapar los vacíos existentes con una adecuada reglamentación y diseño de mecanismos de exigibilidad, para que las cláusulas restrictivas logren el objetivo de eliminar los problemas de agencia entre las partes, en un mercado con poder económico concentrado, como es el caso de nuestro país.

## PARTE 4: BIBLIOGRAFIA

### I. Papers y libros consultados:

1. Akerlof G. & Romer P., Looting: The Economic Underworld of Bankruptcy for Profit, Brookings Papers on Economic Activity, Microeconomics N°2, 1993.
2. Araya A., Islas G. y Maquieira C., Cláusulas Restrictivas (covenants) en los contratos de bonos: evidencia empírica en Chile de Estudios de Administración, vol 9, N°1, 2002.
3. Bae Kee-Hong, Kang Jun-Koo, and Kim Jin-Mo, Tunneling or value added: evidence from mergers by Korean business groups, 2002.
4. Calomiris Ch., The Costs of Rejecting Universal Banking, National Bureau of Economic Research: American Finance in the German Mirror, University of Chicago Press, 1995.
5. Chava S. & Roberts M., How does Financing Impact Investment? The Role of Debt Covenants, Journal of Finance, 2008.
6. Chava S., Livdam D. & Purnanandam A.; Do shareholder rights affect the cost of bank loans?, Review of Financial Studies, 2009.
7. Cull R., Harber S. & Imai M., Related Lending and Banking Development, The World Bank, Policy Research Paper 5570, February 2011.
8. Dichev I., & Skinner D., Large-Sample Evidence on the Debt Covenant Hypothesis, Journal of Accounting Research, December 2002.
9. Fisman R. and Khanna T., Facilitating Development: The Role of Business Groups, 2004.
10. Fohlin C., Relationship Banking, Liquidity, and Investment in German Industrialization, 1998.
11. Gârleanu N. & Zwiebel J., Design and Renegotiation of Debt Covenants, The Review of Financial Studies, Vol. 22, No. 2; Feb. 2009, Oxford University Press.
12. Gopalakrishnan V., & Parkash M., Borrower and lender perceptions of accounting information in corporate lending agreements, Accounting Horizons, 1995.
13. Harber S., Political Institutions, Banks, and Economic Growth: Evidence from the United States and Mexico; Center for Research on Economic Development and Policy Reform, Working Paper N°163, December 2004.
14. Johnson S., La Porta R. & López-de-Silanes F., Tunneling, American Economic Review Papers and Proceedings, 2000.
15. Keister L., Insider Lending and Economic Transition: The Structure, Function, Performance Impact of Finance Companies in Chinese Business Groups; William Davidson Institute Working Paper N°195, 1997.
16. Keister L., Chinese Business Groups: The Structure and Impact of Interfirm Relations during Economic Development, New York: Oxford University Press, 2000.
17. Khanna T. and Palepu K., Emerging Market Business Groups, Foreign Investors, and Corporate Governance, 2000.
18. La Porta R., López-de-Silanes F., Shleifer A., and Vishny R., Legal determinants of external finance, 1997.
19. La Porta R., López-de-Silanes F., Shleifer A., and Vishny R., Law and Finance, 1998.
20. La Porta R., López-de-Silanes F. and Zamarrripa G., Related Lending, The Quarterly Journal of Economics, February 2003.
21. Laevan L., Insider Lending and bank Ownership: The Case of Russia, Journal of Comparative Economics, January 2001

22. Lamoreaux N.; Banks, Kinship, and Economic Development: The New England Case; Journal of Economic History, 1986.
23. Lamoreaux N.; Insider Lending, 1994.
24. Lamoreaux N.; Insider Lending: Banks, Personal Connections, and Economic Development in Industrial New England; New York: Cambridge University Press, 1996.
25. Mishkin F.; Moneda, Banca y Mercados Financieros, 2014 (10ª Edición). Capítulo 8.
26. Qi Y., Roth L. and Wald J.; How legal environments affect the use of bond covenants, Journal of International Business Studies, 2011.
27. Roberts M., and Sufi A., Renegotiation of financial contracts: Evidence from private credit agreements, Journal of Financial Economics, 2009
28. Roberts M., The role of dynamic renegotiation and asymmetric information in financial contracting, Journal of Financial Economics, 2015.
29. Smith C, & Warner J., On financial contracting: An analysis of bond covenants, Journal of Financial Economics, 1979.
30. Tirole J., The Theory of Corporate Finance, Princeton University Press, 2006 (Chap 2).
31. Zimmerman C., An approach to writing loan agreement covenants, Journal of Commercial Bank Lending, 1975

## **II. Información Financiera Consultada:**

32. CorpBanca y Subsidiarias; Estados Financieros Intermedios Consolidados al 31/12/2013
33. Estados Financieros bajo estándar IFRS, SMU SA, página web SVS ([www.svs.cl](http://www.svs.cl))
34. Memoria Anual SMU: 2011 – 2012 -2013
35. Prospecto emisión de bonos desmaterializados series A y B al portador, SMU, Junio-2011
36. ICR SMU SA, Comunicado SMU, 17 de Julio de 2013
37. Ley General de Bancos (<http://www.sbif.cl>)
38. Precios de cierre diarios de acciones de CorpBanca desde 2005-02-01 a 2015-02-01. Bloomberg.

## **III. Información de Prensa consultada:**

41. América Economía, La Crisis de Alvaro Saieh, 9-05-13  
<http://www.americaeconomia.com/negocios-industrias/la-crisis-de-alvaro-saieh>
42. El Mostrador, Las Triangulaciones de Saieh para inyectar fondos a SMU:  
<http://www.elmostradormercados.cl/destacados/las-triangulaciones-de-saieh-para-inyectar-fondos-a-smu/>
43. El Mostrador. Revelación que error contable de SMU se duplicó a US\$ 150 millones enciende alarmas. 26-08-13
44. Moody's coloca clasificación de CorpBanca y CorpGroup Banking en revisión a la baja  
<http://www.emol.com/noticias/economia/2013/08/30/617284/moodys-coloca-clasificacion-de-CorpBanca-y-corpgroup-banking-en-revision-a-la-baja.html>
45. El Mostrador. CorpBanca habría vendido cartera para ganar liquidez. 18-11-13
46. Diario Financiero. Como SMU gatilló los problemas de liquidez de CorpBanca. 9-12-13.
47. Cartica vs. Saieh y el silencio de los minoritarios chilenos:  
<http://www.elmostrador.cl/negocios/2014/04/16/cartica-vs-saieh-y-el-silencio-de-los-minoritarios-chilenos/>