

¿CUANTO VALE LA DEUDA SUBORDINADA?

- Para poder redefinir el tema de la deuda subordinada va a ser necesario saber cuál es su valor "real" a nivel de los distintos bancos que mantienen este compromiso.
- Las estimaciones que se han hecho a la fecha sobre los valores de mercado de dichas deudas se basan en proyecciones de los excedentes de los bancos amparadas en diversos supuestos.
- Una alternativa diferente consiste en valorizar la deuda subordinada de cada banco en función del valor que tienen sus acciones preferentes en el mercado accionario. Este mecanismo, evidentemente, sólo es aplicable para los bancos cuyas acciones preferentes se transan frecuentemente.
- De hecho, las acciones preferentes son parecidas a la deuda subordinada en el sentido de que ambas ofrecen a sus propietarios un porcentaje de los excedentes que el banco genere a futuro.
- En el caso del Banco de Chile, ponderando los porcentajes de excedentes que corresponde asignar a las acciones preferentes y a la deuda subordinada, se llega a que esta última equivale aproximadamente a 29.590 millones de acciones. Si se valoran estas acciones al precio de bolsa del 29/8/91 de \$6,29 se llega a una cifra de \$186.121 millones, lo cual representa aproximadamente el 40 por ciento del valor nominal de la deuda subordinada del banco a esa fecha.
- Los valores anteriores representan en realidad cotas superiores, ya que no se ha considerado el hecho que la deuda subordinada no tiene derecho a voto y las acciones preferentes sí. En efecto, hay que tener presente que las acciones valdrían algo menos si no tuvieran este derecho.
- Este mecanismo de valorización arroja, además, resultados que podrían ser útiles para establecer un nivel de referencia en el caso de que se opte por convertir la deuda subordinada en acciones.

1 Recientemente la autoridad económica ha puesto en el tapete el tema de la deuda subordinada que mantienen algunos bancos comerciales con el Banco Central.

2 Este compromiso se originó en la venta de créditos que, producto de la crisis de los años 82-83, hicieron los bancos privados al Banco Central en 1985, con el compromiso de recomprarlos dentro de un plazo determinado.

3 Posteriormente, en 1989, la ley 18.818 transformó la obligación de recompra en lo que se llamó la deuda subordinada, la cual es una deuda que se paga en la medida en que los bancos generan excedentes, lo que significa que el plazo para su cancelación pasó a ser función del nivel y evolución que alcancen estos excedentes.

4 Para poder avanzar en esta materia se requerirá saber cuál es el valor "real" que tienen las deudas subordinadas de los distintos bancos que tienen este compromiso.

5 Si bien se conoce cuáles son sus valores nominales, está claro que sus valores de mercado son menores, en la medida en que se decida respetar la ley 18.818, ya que éstos tienen implícita una tasa de interés menor que la tasa de interés de mercado y, además, en el caso de algunos bancos, es dudoso que su pago pueda ser completado.

6 Las estimaciones que se han hecho a la fecha sobre sus valores de mercado se basan en proyecciones de los excedentes de los bancos que se amparan en diversos supuestos de inflación, nivel de colocaciones, crecimiento del producto, etc. El problema es que los resultados obtenidos en este contexto son altamente dependientes de los supuestos anteriores y de la tasa que se utilice para descontar los excedentes.

7 Una alternativa diferente consiste en valorizar la deuda subordinada de cada banco en función del valor que tienen sus acciones preferentes en el mercado accionario (más comúnmente conocidas como acciones B, C,... y G, según sea el banco).

8 Evidentemente, este mecanismo sólo es aplicable para los bancos cuyas acciones preferentes se transan frecuentemente.

9 Cabe hacer notar que si el Banco Central vendiera las deudas subordinadas en el mercado, los potenciales inversionistas calcularían el valor a pagar en función de los flujos futuros que generará el pago de cada deuda. Estos pagos equivalen a un porcentaje, que varía de banco en banco, de los excedentes futuros. Lo interesante es que las acciones preferentes también ofrecen parte de estos excedentes, por lo que, manteniendo las debidas proporciones, comprar deuda subordinada es similar a adquirir acciones preferentes.

10 Existe, eso sí, una diferencia en el sentido de que las acciones preferentes tienen derecho a voto y la deuda subordinada no lo tiene. Además los flujos de pago de la deuda subordinada se acabarán cuando se termine de pagar la deuda, y los flujos de las acciones preferentes son de carácter permanente. No obstante, esto último no tiene mayor relevancia en los casos de los bancos cuya deuda subordinada se pagará en un plazo superior a diez años.

11 En el caso del Banco de Chile, por ejemplo, los 11.000 millones de acciones preferentes tienen derecho al 27,1 por ciento de los excedentes. Luego, por simples proporciones, la deuda subordinada, que tiene derecho al 72,9 por ciento de los excedentes, equivale aproximadamente a 29.590 millones de acciones, las que valoradas al precio de bolsa de las acciones preferentes (Chile-B) al 29/8/91 de \$6,29 alcanzan un valor total de \$186.121 millones. Luego, si comparamos esta cifra con el valor nominal de la deuda subordinada del banco que al 29/8/91 alcanza aproximadamente la cifra de \$465.107 millones, se concluye que el mercado debería valorar la deuda subordinada del Banco de Chile aproximadamente al 40 por ciento de su valor nominal. Si se hace este mismo cálculo, tomando como base los valores de las acciones y de la deuda subordinada a fines del primer semestre de este año, se llega a que la deuda ascendía en ese entonces a un 30 por ciento de su valor nominal.

12 Cabe hacer presente, en todo caso, que los valores anteriores representan en realidad cotas superiores, ya que en los cálculos no se ha considerado el hecho que se indicó anteriormente: que la deuda subordinada no tiene derecho a voto y las acciones preferentes sí lo tienen.

1 3 En efecto, el precio que asigna el mercado a las acciones preferentes se explica, en parte, por los flujos futuros que entregarán estas acciones (dividendos producto del porcentaje de los excedentes que les corresponden) y en parte por el derecho a voto que tienen.

1 4 El problema es que hay accionistas que valoran muy poco el derecho a voto y otros que lo valoran mucho, por lo cual no es fácil estimar cuánto menos valdrían las acciones preferentes si no tuvieran derecho a voto. Lo relevante, en todo caso, es comprender que mientras mayor sea el valor que se le asigne al derecho a voto, mayor es el descuento que correspondería efectuar a los valores anteriores, para llegar finalmente al valor de mercado de la deuda subordinada, ajustado por el efecto derecho a voto.

1 5 Se podría argumentar que el mercado de acciones preferentes en la bolsa no es muy profundo y, por lo tanto, tampoco muy representativo. Ello, sin embargo, no es tan cierto. En efecto, es interesante notar que durante el primer semestre de 1991, las acciones preferentes del Banco de Chile y del Banco Santiago tuvieron una rotación (relación entre número de acciones transadas y total de acciones existentes) de 1,8 y 2,3 por ciento, respectivamente, lo cual equivale a casi dos veces el nivel de rotación que tuvieron las acciones de Cartones y Copec.

1 6 Lo que sí es efectivo es que el nivel de transacciones de las acciones preferentes podría ser mucho mayor si fueran transferibles las franquicias tributarias y de financiamiento que tienen las acciones preferentes de primera emisión. Sin embargo, estas franquicias se pierden al traspasarse la propiedad de las acciones, por lo que sus compradores en el mercado secundario sólo obtienen el derecho a recibir los flujos futuros que éstas generen y el derecho a voto que poseen.

1 7 El mecanismo de valorización de la deuda subordinada aquí planteado, si bien no es perfecto, entrega una cota superior del valor económico que tiene esta deuda basada exclusivamente en antecedentes de mercado y no en proyecciones futuras, las cuales dependen fuertemente de los supuestos utilizados. Además, este mecanismo tiene particular aplicabilidad para el caso de los bancos que tienen las mayores deudas subordinadas (Banco de Chile y Banco Santiago).

18 Por último, es interesante notar que este mecanismo también arroja resultados que podrían ser útiles para establecer un nivel de referencia en el caso de que se opte por convertir la deuda subordinada en acciones. De seguirse este camino, sería, eso sí, conveniente que se vendiera primero la deuda subordinada a los privados y que sean éstos los que finalmente puedan optar por la conversión a acciones.

Luis Hernán Paúl F.*

* Ingeniero Civil, Pontificia Universidad Católica de Chile. M.B.A., Massachusetts Institute of Technology. Investigador del Centro de Estudios Públicos. Consultor de Empresas.