

DEUDA SUBORDINADA: UNA PROPUESTA INCOMPLETA

- La propuesta de solución del problema de la deuda subordinada entregada por el Gobierno tiene, como la mayoría de las cosas, aspectos positivos y negativos.
- Dentro de lo positivo, destaca el planteamiento de un mecanismo de solución, el que podrá considerarse bueno o malo, pero que ofrece una salida a un problema que conviene despejar, porque en realidad no quedó totalmente resuelto en el gobierno anterior.
- También es valiosa la idea de que los bancos que pueden cancelar su deuda en menos de 40 años los pagos anuales sean en función de la rentabilidad promedio del sistema. Ello representa un compromiso importante para los bancos con plazos de pago relativamente más largos, pero a la vez es un incentivo adicional para que éstos sean eficientes.
- Por otra parte, uno de los principales inconvenientes de la propuesta es que no representa una solución definitiva para los bancos con plazos de pago mayor a 40 años, ya que existe el riesgo de que tal opción sea rechazada a futuro y se exija una nueva solución, tal como hoy se está cuestionando la solución dada en el gobierno anterior. Esta posibilidad no es descartable porque es muy probable que la deuda subordinada remanente (es decir, aquella que quedaría una vez descontado el pago recibido cuando se venda el 85% de los bonos convertibles) crezca a futuro en forma significativa. Luego, la propuesta lleva a asumir un cierto riesgo político no sólo a los actuales accionistas, sino también a los futuros accionistas, lo que resta valor a los bonos convertibles.
- Tampoco parece válido que se relacione la participación en nuevos negocios con la aceptación de la propuesta. De hecho, los bancos que no la acepten probablemente van a significar para el Estado un riesgo mayor que el que tendrían si pudieran participar en éstos, por razones de diversificación de riesgos y de pérdida de competitividad.
- Por último, convendría respetar en plenitud los derechos de propiedad que hoy tienen los accionistas de los bancos o si se les propone modificarlos ofrecerles una compensación legítima a cambio.
- Luego, se puede concluir que la propuesta efectuada por el Gobierno, si bien contiene algunos elementos positivos, requiere ser redefinida en varios aspectos.

1 Finalmente, después de un largo período de análisis, el Gobierno ha entregado una propuesta de solución para el problema de la deuda subordinada. Como la mayoría de las cosas, la propuesta tiene aspectos positivos y negativos, los cuales se especifican a continuación. Asimismo, se plantean algunos comentarios de carácter general sobre el tema y se indican los beneficios y costos que presenta la propuesta para los accionistas de los bancos con deuda subordinada.

Aspectos positivos

2 Lo primero que cabe destacar es que la propuesta plantea un mecanismo de solución, el que podrá considerarse bueno o malo, pero que ofrece una salida a un problema que conviene despejar porque en realidad no quedó totalmente resuelto con la solución aplicada en el gobierno anterior.

3 En segundo término, resulta valioso el planteamiento de que en el caso de los bancos que pueden cancelar su deuda en menos de 40 años los pagos anuales de la deuda sean en función de la rentabilidad promedio del sistema. Ello representa, evidentemente, un compromiso importante para aquellos bancos con plazos de pago proyectados relativamente más largos, pero a la vez es un incentivo adicional para que estos bancos sean eficientes.

Aspectos negativos

4 Uno de los principales inconvenientes es que la propuesta efectuada no representa una solución definitiva para los bancos con plazos de pago mayor a 40 años, ya que existe el riesgo de que tal opción sea rechazada a futuro y se exija una nueva solución, tal como hoy se está cuestionando la solución dada en el gobierno anterior.

5 Esta posibilidad no es descartable, sobre todo si se tiene en cuenta que es muy probable que la deuda subordinada remanente (es decir, aquella que quedaría una vez descontado el pago recibido cuando se venda el 85% de los bonos convertibles) crezca a futuro en forma significativa si se aplica el esquema propuesto, ya que el 15% de los excedentes que recibe el Banco Central sería insuficiente para cubrir los intereses de la deuda remanente. En efecto, si hoy el 70% de los excedentes apenas cubre los intereses del 100% de la deuda subordinada, difícilmente el 10,5% (15% del 70%) cubriría los intereses de la deuda remanente, salvo que se espere obtener por el 59,5% de los excedentes (85% de los bonos) más del 85% de la deuda subordinada actual.

6 En el cuadro siguiente se calculan, bajo distintos supuestos, el tamaño y evolución que debiera tener en los próximos 10 años la deuda subordinada remanente de los bancos con plazo de pago superior a 40 años. Los resultados obtenidos indican claramente que ésta crecerá en forma importante a futuro.

**DEUDA SUBORDINADA REMANENTE DE BANCOS
CON PLAZO DE PAGO SUPERIOR A 40 AÑOS
(Millones de UF)**

	Precio de Bonos Convertibles									
	(% del valor de la deuda recuperada)									
	10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%	100%
año 0	133	120	108	96	83	71	59	46	34	22
año 1	138	125	113	100	87	74	61	48	35	22
año 2	144	131	117	104	90	76	63	49	36	22
año 3	151	136	122	108	93	79	65	51	36	22
año 4	157	142	127	112	97	82	67	52	37	22
año 5	164	148	133	117	101	85	70	54	38	22
año 6	171	155	138	122	105	89	72	56	39	23
año 7	179	161	144	127	109	92	75	57	40	23
año 8	187	168	150	132	114	96	77	59	41	23
año 9	195	176	157	138	119	99	80	61	42	23
año 10	204	184	164	144	123	103	83	63	43	23
año 11	213	192	171	150	129	108	87	65	44	23
año 12	223	201	178	156	134	112	90	68	46	23
año 13	233	210	186	163	140	117	93	70	47	24
año 14	243	219	195	170	146	121	97	73	48	24
año 15	255	229	203	178	152	127	101	75	50	24
año 16	266	239	213	186	159	132	105	78	51	24
año 17	279	250	222	194	166	137	109	81	53	24
año 18	292	262	232	203	173	143	114	84	54	25
año 19	305	274	243	212	181	150	118	87	56	25
año 20	320	287	254	221	189	156	123	91	58	25
año 21	335	300	266	231	197	163	128	94	60	25
año 22	350	314	278	242	206	170	134	98	62	26
año 23	367	329	291	253	215	177	140	102	64	26
año 24	384	344	305	265	225	185	146	106	66	26
año 25	402	361	319	277	235	194	152	110	68	27
año 26	421	378	334	290	246	202	159	115	71	27
año 27	442	396	350	303	257	211	165	119	73	27
año 28	463	414	366	318	269	221	173	124	76	28
año 29	485	434	383	333	282	231	180	130	79	28
año 30	508	455	401	348	295	242	188	135	82	29
año 31	532	476	421	365	309	253	197	141	85	29
año 32	558	499	441	382	323	264	206	147	88	30
año 33	585	523	462	400	338	277	215	153	92	30
año 34	613	548	484	419	354	289	225	160	95	30
año 35	643	575	507	439	371	303	235	167	99	31
año 36	674	603	531	460	389	317	246	174	103	32
año 37	707	632	557	482	407	332	257	182	107	32
año 38	741	662	584	505	426	348	269	190	112	33
año 39	777	695	612	529	447	364	281	199	116	33
año 40	815	728	642	555	468	381	294	208	121	34

Supuestos:

- 1) Monto deuda subord. (mill. de UF) 145 (US\$ 3.000 millones aprox. a dólar acuerdo)
- 2) Excedentes año 0 (mill. de UF) 8
- 3) Tasa crecimiento excedentes (% anual) 10%
- 4) Tasa interés deuda remanente (% anual) 5%

Fuente: Elaboración propia

7 Por ejemplo, si se supone que el Banco Central obtiene un 50% del valor de la deuda por la venta de los bonos convertibles, la deuda subordinada remanente quedaría en 83 millones de UF (US\$ 1.950 millones) si la licitación se efectuara ahora mismo. Al cabo de 10 años, dado que continuaría devengando intereses y sería servida con sólo el 10,5% de los excedentes, ésta subiría a 123 millones de UF (US\$ 2.900 millones) y al cabo de 40 años a 468 millones de UF (US\$ 11.000 millones). Si en la licitación de los bonos convertibles se obtuviera un porcentaje superior de la deuda subordinada, el fenómeno del crecimiento de la deuda remanente continuaría dándose, pero en menor grado y, por el contrario, si se obtuviera un menor porcentaje se haría más crítico.

8 Cabe hacer presente, que el supuesto de que la licitación se efectúe ahora es razonable para efectos de aclarar el punto, ya que de licitarse más adelante, como seguramente sería el caso, la deuda subordinada sería probablemente aún mayor. Los otros supuestos utilizados para este cálculo son de que la deuda subordinada de los bancos con plazo mayor a 40 años es actualmente de 145 millones de UF (US\$ 3.000 millones), la tasa de interés que devengará la deuda subordinada remanente es de 5% real, los excedentes que generarán estos bancos este año son del orden de 8 millones de UF (US\$ 188 millones) y que dichos excedentes crecerán a una tasa del 10% anual.

9 En consecuencia, la propuesta lleva a asumir un cierto riesgo político no sólo a los actuales accionistas, sino también a los futuros accionistas, lo que resta valor a los bonos convertibles.

10 Por otra parte, la propuesta, si bien plantea ciertos beneficios financieros para el Banco Central, hace que su balance quede con una presentación que se adapta aún menos que en la actualidad a los principios contables normalmente aceptados. Además, no se avanza en el sentido de que la pérdida producto de la deuda subordinada continúa siendo soportada íntegramente por el Banco Central, en circunstancias que lo que se requiere es que el Fisco, en forma directa o indirecta, reconozca parte o la totalidad de dicha pérdida.

11 Asimismo, no se considera correcto el planteamiento que deja entrever que los bancos con plazo de pago mayor a 40 años que no acepten la propuesta quedarán con limitaciones para desarrollar nuevos negocios. En efecto, si bien es válido el punto de que los bancos con una deuda subordinada importante tienen un compromiso de patrimonio público mayor porque el Estado asume con el esquema actual parte del riesgo de su negocio, no resulta claro el hecho de que dicho riesgo vaya a aumentar en caso de permitirles desarrollar nuevos negocios. Por el contrario, es muy posible que los bancos que no acepten la propuesta signifiquen al Estado un riesgo mayor que el que tendrían si pudieran participar en los nuevos negocios por razones de diversificación de riesgos y de pérdida de competitividad respecto de los que sí podrán. De hecho, no hay que olvidarse que con el esquema actual el Estado es socio en las utilidades, de tal forma que lo que normalmente es conveniente para los accionistas también lo es para el Estado.

Comentarios generales

1 2 Para dar una solución definitiva al problema de la deuda subordinada es inevitable aceptar que el Estado tiene que reconocer una pérdida, lo cual no significa que el perdono lo dé el Gobierno actual. La verdad es que el gobierno anterior fue el que lo dio. Sin embargo, no precisó exactamente el tamaño de la pérdida, ni qué parte iba a cubrir el Estado y cuál los bancos, pero sí la forma de determinarlo en el tiempo. Además, lo que es muy importante, el perdono no lo recibieron los accionistas de los bancos sino que los ahorrantes. Cabe destacar, asimismo, que la solución que se escogió resultó ser bastante buena para minimizar la pérdida e incentivar la eficiencia en el sector bancario.

1 3 Hay quienes pueden estar en desacuerdo y considerar excesivas las condiciones ofrecidas a mediados de los '80 a los capitalistas populares que compraron las acciones preferentes (acciones serie B) de los bancos, pero lo cierto es que dichas condiciones fueron razonables en ese entonces, lo cual lo demuestra el hecho de que la colocación de las acciones tomó bastantes meses. Después, con el tiempo, las cosas se dieron mejor que lo esperado, e incluso en 1989 se hicieron algunos cambios a las condiciones convenidas que beneficiaron aún más a los accionistas preferentes; pero ello no justifica que hoy se les cambien las condiciones, salvo que ellos estén de acuerdo. Forzar el cambio, por lo demás, sería injusto porque en la práctica ellos no fueron los responsables de los problemas que originaron la deuda subordinada.

¿Es conveniente para los accionistas preferentes aceptar la propuesta?

1 4 La respuesta no es única, ya que no sólo hay que distinguir entre la situación de los bancos con plazos de pagos menores a 40 años de aquéllos con plazos mayores, sino que también la situación de cada banco en particular.

1 5 En el caso de los bancos con plazos menores a 40 años el análisis beneficio-costo es relativamente simple. El beneficio ofrecido es la posibilidad eventual de participar en los nuevos negocios que se autorizarán prontamente en la reforma a la Ley de Bancos. Por su parte, el costo es el compromiso a efectuar pagos mínimos en función de la rentabilidad promedio del sistema. Este costo, evidentemente, es mayor para los bancos con plazos de pago más largos.

1 6 En los bancos con plazos mayores a 40 años también se obtendría como beneficio la posibilidad eventual de participar en nuevos negocios. Asimismo, se plantea que otro beneficio sería la mayor eficiencia y rentabilidad que podrían alcanzar estos bancos si logran llegar a tener un dueño o controlador más definido. Este beneficio es bastante cuestionable, ya que en general los índices de eficiencia y rentabilidad de los bancos con deuda subordinada no difieren mayormente de los de los bancos sin deuda subordinada. Incluso hay algunos bancos con deuda subordinada que han tenido una excelente gestión.

17 El principal costo, por su parte, es el de la dilución de la propiedad. 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 o porcentaje del control que tienen. Esta última parte es la que se vería perjudicada con la propuesta. En efecto, los accionistas preferentes que hoy tienen prácticamente el 100% de la propiedad pasarían a tener, en el caso de los bancos con una preferencia del 30% de los excedentes, entre el 33 y el 51% de la propiedad aproximadamente, dependiendo que un número determinado de accionistas aprovechen el derecho ofrecido para comprar parte de los bonos convertibles al mismo precio de la licitación.

18 Cabe tener presente que en las sociedades anónimas las decisiones de aumento de capital corresponden a los accionistas y éstos tienen, además, el 100% de la preferencia para suscribir en primer lugar las acciones. Luego, el mecanismo propuesto que considera otorgar la preferencia sólo por el porcentaje de los excedentes a que tienen derechos los accionistas resulta muy curioso.

Conclusiones

19 Teniendo presente los planteamientos anteriores, no queda más que concluir que la propuesta efectuada por el Gobierno, si bien contiene algunos elementos positivos, requiere ser redefinida en varios aspectos.

20 En particular, hay que tratar de asegurar que sea una solución definitiva y no dejar abierta la posibilidad de que sea simplemente una postergación del problema, para lo cual es necesario aceptar que hay una pérdida, la que se debe reconocer en un plazo razonable.

21 También convendría respetar en plenitud los derechos de los accionistas preferentes, o si se les propone modificarlos ofrecerles una compensación legítima a cambio.

22 En cualquier caso, es valioso que el Gobierno haya hecho una propuesta porque el problema de la deuda subordinada no ha sido resuelto y es altamente conveniente que ello suceda.

23 Por lo tanto, hay que ver cómo mejorar la propuesta planteada.

Luis Hernán Paúl*

* Ingeniero Civil de la Pontificia Universidad Católica de Chile y Master en Administración de Empresas de Massachusetts Institute of Technology (MIT). Profesor de la Escuela de Administración de la Pontificia Universidad Católica de Chile e investigador del Centro de Estudios Públicos. Socio de Fontaine y Paúl Consultores Asociados.