

AGENDA CORTO PLAZO

MEDIDAS DE RESCATE PARA GRANDES EMPRESAS EN UN CONTEXTO DE RECESIÓN

Sebastián Izquierdo R., Economista y MPP, Director Ejecutivo de Horizontal.

Alfredo Maira, Ingeniero comercial, Investigador de Horizontal.

27 de abril de 2020

El siguiente documento propone crear un “Fondo de Capitalización Estatal”, detallándose a continuación los mecanismos para establecer este tipo de ayuda financiera y los criterios para su operación. Dicho fondo de capitalización constituye la **séptima propuesta** entre las nueve medidas para duplicar los esfuerzos actuales del Centro de Estudios Horizontal. Puedes revisar todas las propuestas haciendo **click aquí**.

MOTIVACIÓN Y CONTEXTO

Es innegable el impacto que la propagación del Coronavirus ha tenido sobre la economía mundial. Según proyecciones del Fondo Monetario Internacional, esta sufrirá una fuerte contracción, de alrededor de un 3% para el mundo, y de un 5,2% y 4,7% para Latinoamérica y Chile respectivamente. En este aspecto, se entiende que unos de los principales afectados resultan ser las pequeñas y medianas empresas que no cuentan con el suficiente respaldo financiero para sobrevivir estos meses de desaceleración.

Sin embargo, no es posible descartar la posibilidad de que, a medida que la crisis se extiende en el tiempo y se vuelve más severa, las empresas más grandes puedan también verse amenazadas, sobre todo aquellas relacionadas a los sectores más afectados por la pandemia quienes han visto sus ventas dramáticamente reducidas. En este escenario, ellas pueden ver agotadas sus opciones de financiamiento en el mercado, siendo el Estado el único actor con la capacidad de proveerlo. Esto ha sucedido numerosas veces en la historia reciente y, esta vez, no es una excepción.

Así, en el contexto de una crisis económica, el principal objetivo de un rescate financiero por parte del Estado hacia una gran empresa es evitar el golpe general que su cierre supondría para la economía. Esto, al considerarse que la empresa rescatada es un actor relevante, cuya quiebra significaría un costo social que va más allá del percibido por los propietarios de la firma, extendiéndose a través de distintos canales. Estos pueden incluir la pérdida de un gran número de puestos laborales, el cese de la producción de bienes y servicios y, en el caso del sector financiero, la parálisis del flujo de liquidez junto con su posible colapso. En este sentido, el término *bailout* en inglés, es utilizado para referirse a este tipo de rescates, y se refiere más bien a aquellos dirigidos a instituciones de gran tamaño, diferenciándose así de otras políticas que buscan apoyar a las PYMES.

En el caso de Chile, a pesar de que las grandes empresas más grandes, aquellas que poseen un monto de venta mayor a 100.000 UF, representan apenas un 1,3% del total de compañías, estas contribuyen con un 85% de su ingreso, y del total de puestos de trabajo, estas generan un 51%. Adicionalmente, el trabajo proveído por las grandes empresas es, en promedio, mejor remunerado, al aportar un 61% de los ingresos salariales. Así, dadas las características de la economía del país, un pequeño número de firmas son la principal fuente de ingresos laborales para la mayoría de chilenos asalariados.

En cuanto a las experiencias recientes, las instituciones rescatadas pertenecen principalmente al sector financiero. La crisis *subprime* de 2008/2009 obligó a las autoridades norteamericanas a implementar un programa de salvataje para grandes empresas con problema de liquidez. Uno de los principales pilares de ese plan fiscal fue el *Troubled Asset Relief*

Program (TARP), el cual incluía la compra de activos de mala calidad a instituciones financieras, la capitalización de empresas a través de acciones comunes y/o acciones preferentes, y el acceso a deuda con condiciones especiales. De igual manera, y ante el mismo escenario, otras grandes economías del mundo pusieron en marcha programas similares. Ejemplo de estos son los paquetes implementados por el Reino Unido, Alemania y Francia, los cuales tomaron formas similares a las implementadas por el Departamento del Tesoro estadounidense.

Sin embargo, la necesidad de rescate puede extenderse más allá del sector financiero. En el actual escenario, la crisis se concentra en varios sectores de la economía (turismo, entretenimiento, transporte y hotelería, por nombrar solo algunos), por lo que el apoyo esta vez debiese ir, en primera instancia al menos, enfocado en dichos rubros. Por ello, las medidas de rescate no pueden ser idénticas a la de la crisis anterior, debiendo adecuarse a las necesidades particulares de las industrias que se buscan apoyar.

En cuanto a los tipos de mecanismos que se pueden poner en práctica, existen varias opciones para la autoridad, similares a las ocupadas en la crisis del año 2008. El primer paso es que la empresa con problema de liquidez debe haber agotado las opciones que provee el mercado de capitales chileno e internacional. En caso que los mercados no dieran una solución factible, la autoridad debiera tratar de estructurar una solución en la cual el mercado de capitales ayude a reducir la exposición del Estado en la operación. Lo anterior, en algunos casos, podría ser factible de lograr a través de un *underwriting* del Estado. Idealmente, este *underwriting* no sería utilizado ya que, en definitiva, los inversionistas potencialmente exigirían condiciones más atractivas que aquellas propuestas por el Estado. Concretamente, en el caso de Chile se sugiere que la estructura a implementar se basen principalmente en instrumentos de deuda o bonos convertibles financiados con fondos públicos.

Es importante señalar que la opción de adquirir acciones puede ser descartada por, al menos, dos razones. En primer lugar, el aparato estatal no cuenta con la experticia necesaria para controlar eficientemente las operaciones de una empresa, sobre todo en tiempos de recesión e incertidumbre económica. En segundo lugar, la existencia del concepto de opción preferente entre los accionistas de una sociedad anónima en la legislación chilena, al hacer una capitalización a través de un aumento de capital, establece mayores exigencias que las que existen en el mundo anglosajón. Específicamente, ello ocurre con los tiempos necesarios en cumplir las exigencias de llamar a una junta de accionistas, la preparación de la documentación, la aprobación del regulador y la colocación en los plazos que exige la ley. Y si bien, en la última etapa se podría obtener la renuncia del controlador al inicio de la opción preferente, es difícil lograr que la totalidad de los accionistas la entreguen.

Por lo tanto, facilitar la liquidez mediante herramientas de deuda constituye un mecanismo que no presenta los problemas anteriores, teniendo además características favorables adicionales:



- El rescate de algunas de las principales empresas chilenas podría involucrar recursos cuantiosos que van más allá de la capacidad actual de los mercados financieros a los cuales regularmente ésta tiene acceso. Por esto, el Estado podría proveerle deuda bajo términos razonables para las condiciones actuales de mercado. Las condiciones en términos de tasas de interés deben reflejar el costo de fondos del fisco y de alguna forma un premio por el riesgo asumido en la operación.



- Al no ser un apoyo financiero incondicional, sino un préstamo que debe pagarse de vuelta según los intereses pactados, se reduce el riesgo moral que un paquete de este tipo pueda involucrar.



- La entrega de algún tipo de financiamiento por parte del Estado hacia una empresa privada sería interpretada por el mercado como una señal que busca evitar su quiebra y por ende, indirectamente, podría bajar el riesgo de la compañía. Ello podría generarle la posibilidad de acceder a créditos más baratos mediante otros canales, complementando o sustituyendo así el préstamo estatal.

CRITERIOS DE SELECCIÓN DE EMPRESAS*

Previo al rescate de empresas, se deben establecer criterios de selección objetivos y que logren retratar tanto la exposición de éstas ante la crisis como su importancia para la economía nacional.

· POR EXPOSICIÓN:

Durante la primera etapa, el *shock* sobre las empresas variará según su capacidad para adaptarse a las reducciones en la oferta laboral y trabajo remoto, la disponibilidad de infraestructura, y las competencias de los trabajadores y la capacidad de organización de las empresas. Por lo tanto, para estimar la exposición de las empresas frente a los efectos provocados por la pandemia –tales como una disminución de la oferta laboral y la clausura de los lugares de trabajo– se sugiere:



- Identificar ubicaciones o sectores que son (más) afectados por la movilidad restringida y el cierre del lugar de trabajo por problemas de salud;



- Estimar el número de empresas, empleo, ingresos y la rotación de empresas afectadas en estos lugares.



- Estimar la producción de empresas que pueden continuar operaciones con trabajo remoto, medido por el nivel de adopción de tecnologías digitales por las empresas, así como por la ocupación de los trabajadores.

Complementariamente, el impacto potencial del *shock* debido a la interrupción en las cadenas de valor podría ser estimado mediante la cuantificación de la exposición de las empresas a los insumos importados. Esto se podría medir de la siguiente forma:



- Calcular las cuotas de bienes intermedios importados en base a datos comerciales;
- Calcular el empleo y la rotación en empresas o industrias que tienen un nivel superior al promedio en tanto a la dependencia de bienes intermedios importados basados en datos a nivel de empresa o industria.

· POR IMPORTANCIA:

Es posible que algunos sectores estén dominados por una o unas pocas empresas grandes. En Chile, particularmente, si bien sólo el 2% de las empresas son “grandes”, ellas generan un 87% de las ventas totales y aportar al 40% del empleo. En estos casos, su caída podría conducir a perturbaciones agregadas significativas. A este tipo de empresas se les denomina granulares.

Para identificar a las empresas granulares que podrían tener un impacto sistémico en la economía, podría ser útil identificar las 100 principales empresas en la economía en función de su tamaño (volumen de negocios) y evaluar su riesgo sistémico potencial utilizando tres indicadores:

- Sectores donde estas empresas granulares representan más del 50% de la facturación total;
- Trabajadores empleados por estas empresas granulares;
- Usando una matriz de entrada y salida, identificar sectores que se encuentran potencialmente expuestos a estas empresas granulares porque están fuertemente conectados a los mercados donde las compañías granulares son dominantes.

Este análisis ayudará a identificar compañías granulares que pueden requerir un tipo específico de apoyo e intervención. Al respecto, cabe mencionar que el rescate planteado está destinado a principalmente a empresas con ventas anuales iguales o superiores a un millón de UF, al estar empresas con ventas menores cubiertas por el programa FOGAPE de garantías estatales.

* Criterios basados en World Bank Group. 2020. “Assessing the impact and policy responses in support of private-sector firms in the context of the COVID-19 pandemic”. Disponible en <https://bit.ly/3adShGJ>

· DESARROLLO HUMANO:



Además de considerar el factor económico, la crisis también amenaza el quiebre de compañías privadas que ofrecen bienes y servicios elementales para el desarrollo humano. En este sentido, si bien es deseable evitar la destrucción de las empresas en general y mantener en la medida de lo posible el tejido económico tal como existía antes de la crisis, la situación exige reconocer que entre la diversidad de empresas unas ofrecen servicios que por su naturaleza son esenciales para la vida en sociedad. Por lo tanto, se debe evaluar el rescate de aquellas entidades que, (no) siendo granulares, afecten en mayor medida el desarrollo humano.

· ASEGURANDO LAS BUENAS PRÁCTICAS:

El objetivo último de un rescate financiero a una empresa por parte del Estado, es evitar la pérdida social que el cierre de esta podría significar, ocasionada por el cese de su producción de bienes y servicios y la destrucción de miles de empleos. En este aspecto, la polémica en torno a un rescate de estas características gira en torno a la posibilidad de que quienes sean beneficiados por este sean, más bien, los dueños o altos ejecutivos de las empresas en cuestión, en desmedro del beneficio al grueso de los trabajadores. Un ejemplo de esto fue el escándalo ocurrido en el contexto de la crisis *subprime* con la aseguradora AIG, la cual pagó US\$ 165 MM en concepto de bonos extraordinarios al mismo tiempo que la institución recibía un rescate financiado con fondos públicos. Por ello, existe la necesidad de contar con mecanismos que aseguren que los recursos públicos destinados a las empresas permitan, efectivamente, que estas logren mantener su operación y los puestos de trabajo.

En este contexto, es fundamental que la alternativa a utilizar para evitar la quiebra de una empresa tenga siempre en consideración que lo que se busca es proteger la viabilidad de la empresa y no a sus accionistas. Las empresas que el Estado decida rescatar son empresas que eran rentables antes de la crisis sanitaria y, por lo tanto, una vez resuelta, estarán en condiciones de pagar su deuda. En definitiva, son empresas que enfrentan un problema de flujo de caja y no de viabilidad de su negocio ya que eran rentables previamente.

Finalmente, al ser una política en la que existen muchos intereses involucrados por parte de distintos actores, es vital asegurar que esta se realice de la manera más transparente e imparcial posible, libre de interferencias políticas.

DETALLE DE LAS PROPUESTAS

Propuesta principal



Fondo de capitalización estatal. Con el fin de rescatar a las empresas que cumplan con las características señaladas de exposición, volumen de negocios, empleados o que tengan relación directa o indirecta con el desarrollo humano, se propone la creación de un fondo de capitalización estatal para empresas privadas con importancia sistemática.

Este fondo consiste en un plan de garantías para la movilización de los créditos necesarios, condicional a que la firma en cuestión haya demostrado una solvencia financiera sólida previo a la crisis sanitaria.

En cuanto a los mecanismos de financiamiento, se proponen dos figuras.

• MECANISMOS DE FINANCIAMIENTO:

- **Líneas de crédito:** La primera opción consiste en el establecimiento de línea de créditos mediante fondos públicos o bien garantías estatales, de igual manera a como se ha hecho con empresas de menor tamaño. En esta ocasión, dada el tamaño e importancia de estas, es crítico que previo a proveer apoyo estatal, se hayan evaluado todas las alternativas que pudiera entregar el mercado de capitales local e internacional, y solo el fisco decida apoyar si no exista viabilidad de obtener recursos por ese camino. También es conveniente que el apoyo estatal traté de ocupar soluciones de mercados, por ejemplo *underwriting* de deuda, lo cual pudiera minimizar los compromisos fiscales y hacer que los inversionistas locales o internacionales participen en algunas de las operaciones.
- **Compra de bonos convertibles:** Una alternativa a la propuesta anterior consiste en que el rescate tome la forma de una suscripción de bonos convertibles a aquellas empresas que requieran liquidez. Esta puede considerarse como una opción intermedia entre la compra de *equity* y la entrega de préstamos, al tener el Estado la posibilidad de convertir posteriormente la tenencia del bono en un porcentaje de la propiedad de la empresa en cuestión, pudiendo beneficiarse económicamente frente a un aumento del precio de las acciones al momento de vender, a diferencia de la opción anterior.

Esta medida, sin embargo, involucra un proceso de tramitación en el que, en primer lugar, la emisión del bono y el aumento de capital debe ser aprobado por la junta de accionistas y, luego, inscrito en el Registro de Valores de la CMF para posteriormente pasar por un período de suscripción preferente, lo que significa un proceso lento. Así, se estima la necesidad de que la CMF entregue facilidades para realizar una tramitación acelerada que tome menos tiempo. Otro desafío importante respecto a esta opción es la definición de la convertibilidad de la deuda en las acciones, lo cual puede talvez resolverse al establecer una fórmula y no un precio específico al momento de realizar la junta de accionista. En el caso de Brasil, durante los últimos días se ha visto que la negociación de parámetros de convertibilidad ha dificultado la ejecución de las operaciones de apoyo que se han anunciado.

Como último punto, para evitar la tenencia prolongada de estas opciones sobre acciones por parte del Estado, la conversión del bono debe ir inmediatamente seguida de una venta de estos derechos.

Cualquiera sea la estructura de deuda a utilizar, esta debe ser *senior* respecto al *equity* e idealmente de las restantes deudas de la empresa, pero dependerá de la estructura de capital de cada compañía. El nivel de *seniority* de la deuda estatal respecto a la deuda existente será función de si la empresa tiene pasivos con garantías (inmuebles por ejemplo), ya que en extremo habrá acreedores que van a preferir la liquidación de la empresa antes que perder su prioridad de pago en el caso de una posible quiebra de la compañía.

· PROPUESTAS PARA UN RESCATE CON BUENAS PRÁCTICAS:



Adicionalmente, se deben incluir otras medidas que sean independientes al método de rescate que aseguren las buenas prácticas.

Utilización de mecanismos de mercado. Se entiende que la propuesta de capitalización significa para el mercado una sólida señal de respaldo a la empresa, reduciendo su riesgo percibido y facilitando la posibilidad de que esta adquiera préstamos adicionales mediante canales alternativos bajo mejores condiciones. De esta manera, a través de esta señal de apoyo, se busca incentivar al mismo sector privado para que ofrezca herramientas de endeudamiento a firmas las cuales anteriormente no estaba dispuesto a ofrecer.

Rescates independientes. Para asegurar la independencia de los rescates económicos, estos deben ser apoyados por un comisión técnica e independiente al ejecutivo. Esta comisión sería la responsable tanto de elegir a las empresas beneficiarias como elegir el mecanismo de financiamiento.

Rescates condicionales. A modo de prevenir malos usos de los fondos público, el financiamiento debe ser entregado bajo ciertas condiciones, las cuales deben incluir la prohibición del pago de dividendos, bonos extraordinarios a los ejecutivos y reducciones a las dietas de los directores. Además, se pueden incluir otros puntos como una tasa máxima de reducción de personal y, ciertamente, la necesidad de que la firma en cuestión esté constituida y tribute en Chile. Esto, ciertamente, debe siempre ser diseñado cuidando mantener el equilibrio con la capacidad de supervivencia de la misma empresa, teniendo siempre en consideración, caso a caso, la realidad de cada empresa.

Finalmente, el cumplimiento a estas obligaciones debe ser fiscalizado por la institución pertinente, junto con la condición de que la empresa beneficiada no mantenga juicios en contra del Estado o alguna institución en donde este tenga una participación mayoritaria. Si estó existiera, la empresa deberá desistirse.