

EL APALANCAMIENTO*

Merton H. Miller**
Premio Nobel de Economía

Tanto si hablamos de automóviles como del apalancamiento de capital, la respuesta del mercado a los cambios en los gustos es limitada y autorregulada. Si los productores de una mercancía aumentan su distribución más rápido de lo que los compradores requieren, el precio caerá. En el mercado financiero, si la demanda del público por "bonos basura" es sobreestimada por los empresarios, las mayores tasas de interés que ellos tengan que ofrecer a los compradores de "bonos basura" se comerán las ganancias de las transacciones y negocios.

En el ámbito de la insolvencia corporativa, suele relacionarse el nivel de endeudamiento o apalancamiento de una empresa con el nivel del riesgo que asumen los acreedores de dicha empresa. El temor en este caso, es que la insolvencia de una empresa sobreendeudada genere, a su turno, una cadena de insolvencias que termine colapsando la economía.

Sin embargo, este temor, a juicio del autor, es infundado, pues las compañías insolventes no se desvanecen, sino que suelen continuar operando con diferentes dueños y a una escala reducida. Incluso cuando se liquidan, todos sus activos fluyen hacia otras compañías, con lo que se minimiza el impacto de la insolvencia en la economía.

EL COSTO PRIVADO Y SOCIAL DEL APALANCAMIENTO CORPORATIVO

El hecho de que Estados Unidos estuviera "sobreapalanqueado" en la década del ochenta, puede resultar una afirmación sumamente evidente como para requerir de un mayor sustento. ¿Qué otra cosa sino podría demostrar de manera más contundente la existencia de emisiones excesivas de deuda, que el incumplimiento de tantos emisores de "bonos basura" ("junk bonds") a fines de 1989, con noticias diarias de incumplimientos actuales y esperados?

"Bonos basura" como una especie de valores riesgosos

Sostener esto de una manera tan natural, sin embargo, implicaría poner demasiado énfasis en el término "bono" y no el suficiente en el término "basura". Los bonos son, en realidad, promesas de pago. Ciertamente, los emisores de bonos esperaron mantener esas promesas. No obstante, si la liquidez de la compañía, por razones cíclicas o de competitividad, dejó de cubrir sus compromisos y obligaciones, entonces las promesas no pudieron ser mantenidas o al menos no en su totalidad.

Por su parte, es evidente que los compradores de "bonos basura" también esperaban que las promesas fueran cumplidas. ¡Pero ellos claramente no contaban con aquello! Para todos salvo para los más crédulos, los rendimientos esperados (rendimientos determina-

* El presente artículo fue originalmente publicado en "Corporate bankruptcy. Economic and Legal Perspectives", bajo el título "Leverage". La traducción fue realizada por Claudia Velarde, bajo supervisión del doctor José Chiarella. Agradecemos al doctor Huáscar Ezcurra por cedernos el presente artículo para su publicación.

** Merton Miller es Robert R. McCormick Distinguished Service Professor Emeritus de la Escuela de Graduados en Negocios de la Universidad de Chicago. Fue premiado en 1990 con el Premio Nobel en Economía.

dos en función a las probabilidades de que efectivamente se materialicen) de los bonos basura eran inferiores a los rendimientos nominales o prometidos. Los altos rendimientos prometidos que pudieron ser obtenidos durante los años de bonanza, fueron entendidos como una compensación por los posibles períodos desfavorables respecto del total del portafolio de “bonos basura”. Concretamente, los altos rendimientos nominales constituyeron esencialmente “primas de riesgo” y, en el año 1989, el riesgo efectivamente se materializó para muchos de los “bonos basura” existentes.

Si bien se presume desde una perspectiva financiera que los incumplimientos representan malos resultados *ex post*, más que una falta de percepción sistemática de las verdaderas posibilidades *ex ante* (que parece ser la percepción convencional), tal presunción no puede ser establecida de manera concluyente. La periodicidad de las tasas de retorno de los “bonos basura” es aún demasiado corta como para juzgar si esos retornos son anómalamente bajos —o quizás inclusive anómalamente altos— en relación con modelos aceptados de valuación de activos. No muchas de esas clases de activos anómalos han sido identificadas hasta ahora y nada en la naturaleza de los bonos de alto rendimiento sugiere firmemente que van a terminar en esa corta lista.

Algunos pueden cuestionar la justicia en el trato que le concedo a estos riesgos de los “bonos basura”, como si se tratara de factores esencialmente exógenos, como pueden ser los terremotos o las sequías. Sin duda, sostendrían que el propio incremento del apalancamiento corporativo que los “bonos basura” representan, en sí mismo tiene que haber aumentado el riesgo total en la economía. Sobre ese punto, sin embargo, las finanzas modernas y en particular las propuestas de Modigliani y Miller (M & M), ofrecen una perspectiva diferente y, en muchos aspectos, poco intuitiva.

¿El elevado apalancamiento corporativo incrementa el riesgo de la sociedad? Imagínese que usted, como respetado profesor de finanzas, tiene un diálogo con el tesorero de una compañía que cree, como la mayoría de ellos probablemente lo hace, que el apalancamiento sí incrementa el riesgo total. Posiblemente afirmará “usted seguramente reconocerá profe-

sor que el aumento del apalancamiento de la estructura del capital corporativo convertirá en más riesgoso el resto del patrimonio ¿Correcto?”.

“Correcto”, usted dirá. Una compañía con una proporción deuda / patrimonio de 1, por ejemplo, que genera una tasa de retorno de 20% en sus activos subyacentes y paga 10% sobre sus bonos (que, por supuesto, tienen la primera prioridad sobre las ganancias de la compañía) generará una tasa de retorno ampliada de 30% para sus tenedores de capital. Si la tasa de retorno de sus activos subyacentes disminuye en 25%, esto es, a 15%, la tasa de retorno en el patrimonio caerá en una magnitud aun mayor (33.3% en este caso). Esa, después de todo, es la razón por la que usamos el término gráfico de apalancamiento (o el igualmente descriptivo término de “gearing” que los británicos parecen preferir). Así, esta mayor variabilidad de tasas de retorno a accionistas “apalanqueados” implica un mayor riesgo.

Admitido lo anterior, el tesorero de la compañía continúa preguntando retóricamente: “profesor, cualquier deuda agregada a la estructura de capital, necesariamente deberá ser una deuda de mayor riesgo, soportando una menor clasificación y generando una tasa de interés más alta que cualquier deuda pendiente sobre el mayor apalancamiento. ¿Correcto?”.

“Correcto” usted nuevamente asiente, y por exactamente la misma razón anterior. Cuanto más lejos esté el reclamante del primero de la fila al momento del pago, más riesgoso será el reclamo.

Ahora el tesorero arremete “el apalancamiento eleva el riesgo del patrimonio así como el riesgo de la deuda. Por tanto, tiene que aumentar el riesgo total. ¿Correcto?”.

“Falso” usted dice, preparándose a jugar la carta de M&M (las propuestas de M&M son el equivalente financiero a las leyes de conservación). Lo que se conserva en este caso es el riesgo del flujo de ganancia generado por los activos operativos de la compañía. El apalancamiento o desapalancamiento de la estructura de capital de la compañía sirve meramente para repartir ese riesgo entre todos los tenedores de valores de la compañía¹.

¹ MODIGLIANI, Franco y MILLER, Merton. “The cost of capital, corporation finance and the theory of investment”. American Economic Review, No. 48, 1958. pp 261-297. MODIGLIANI, Franco y MILLER, Merton, “Corporate Income Taxes and the costo of capital: a correccion”. American Economic Review, No. 53, 1963. pp. 433-443. MILLER, Merton, “Debt and Taxes”. Journal of Finance, No. 32, 1977. pp. 261-275. En el texto original de M&M, la corriente subyacente de ganancia real era tomada como un hecho y asumida como independiente de las decisiones financieras. Investigaciones posteriores han identificado varias posibles interacciones entre los aspectos reales y financieros de una empresa: pero sus efectos en el riesgo no van siempre en la misma dirección y, para propósitos actuales, ellos pueden ser vistos como de segundo orden.

Para ver hacia dónde va el riesgo, considere el siguiente ejemplo ilustrativo. Suponga que una compañía tiene diez tenedores de valores, de los cuales cinco poseen bonos de la compañía y los restantes cinco poseen acciones iguales del patrimonio "apalancado" de la compañía. Suponga además que el interés adeudado en los cinco bonos está suficientemente cubierto por lo que esos bonos carecen esencialmente de riesgo alguno. El riesgo total de la compañía debe entonces ser soportado por los cinco accionistas quienes, por supuesto, esperarán una tasa de retorno sobre su inversión sustancialmente superior que la asumida respecto de los bonos sin riesgo.

Ahora bien, imagínese que dos de los accionistas comunes consideran que su participación en los riesgos es mayor de la que desean asumir. Ellos piden cambiar su tenencia accionaria por bonos, pero toman conocimiento que los pagos de intereses en los dos bonos adicionales que ellos obtendrían a cambio de sus acciones, no podrían estar cubiertos en todos los estados del mundo. Para evitar diluir los reclamos de los antiguos tenedores de bonos, los nuevos bonos deben hacerse subordinados a los viejos bonos. Toda vez que los nuevos bonos son más riesgosos, los dos nuevos tenedores de bonos esperarán una tasa de retorno más alta a aquella de los bonos sin riesgo, pero una tasa al mismo tiempo menor, por supuesto, que a la de su tenencia original de acciones comunes que ahora incluso tiene un riesgo más alto.

Tanto el riesgo promedio, como el promedio esperado de la tasa de interés de los siete tenedores de bonos considerados en su conjunto, se han incrementado. Al mismo tiempo, el riesgo asumido por los restantes tres tenedores de capital es también más alto (dado que los dos ex-accionistas que se convirtieron en bonistas tienen ahora prioridad sobre las ganancias de la compañía) y el retorno esperado también debe aumentar. Ambas clases de valores, en consecuencia, son más riesgosas en promedio, pero el total del riesgo se mantiene exactamente igual con respecto a los dos accionistas que se convirtieron en bonistas. El aumento del riesgo a los tres accionistas restantes es compensado por la disminución del riesgo a los dos antiguos accionistas, quienes han avanzado en la escala de prioridades para convertirse en tenedores de "bonos basura".²

El apalancamiento y los costos de la insolvencia

Algunos podrán admitir que el riesgo agregado puede no verse afectado por cambios inmateriales en el apalancamiento, pero no cuando este último es llevado a un punto tal que la insolvencia de la empresa se convierte en una posibilidad real. A mayor apalancamiento, existirá por supuesto una mayor probabilidad que tal infortunado evento ocurra.

Actualmente, la teoría de conservación del riesgo de M&M se mantiene, sujeta a algunas consideraciones a ser mencionadas posteriormente, incluso en el caso extremo de incumplimiento. Ese resultado parece paradójico sólo debido a que las implicancias emocionales y psicológicas que rodean al término "insolvencia" le dan más prominencia a ese particular resultado de la que amerita, bajo fundamentos estrictamente económicos. Desde una cruda perspectiva financiera, el hecho de que exista un "incumplimiento" implica meramente que los accionistas han perdido su "apuesta" en la compañía. Su opción, por decirlo de esa forma, ha expirado y ya no tiene valor alguno. Los acreedores han pasado a convertirse en los nuevos accionistas y el retorno de sus reclamos derivados de las acreencias, toma lo que quede de valor remanente en la compañía.

La calificación al principio de conservación del riesgo anotada previamente es que el mismo proceso de transferencia de reclamos de los deudores a los acreedores, en sí, puede crear riesgos y costos sobre y más allá de aquellos involucrados cuando la compañía era un negocio en marcha. Algunos de estos costos derivados de la insolvencia, como se les ha venido a llamar, pueden incluso presentarse antes de que el incumplimiento ocurra. Los deudores, como algunos poetas, no se dirigen "suavemente hacia la noche". Ellos luchan por mantener sus compañías existentes, incluso cuando a veces sería mejor que según un cálculo racional éstas dejaran de existir. En estos esfuerzos por mantener con vida a sus compañías, ellos suelen estar asesorados por las leyes de insolvencia, que significativamente refuerzan sus posiciones en las negociaciones con los acreedores.

² Debe tenerse presente, de manera incidental, que esta historia tendría exactamente la misma conclusión si los dos antiguos accionistas hubieran optado por acciones preferentes en lugar de deuda. A pesar que los contadores clasifican las acciones preferentes como patrimonio, estos son funcionalmente equivalentes a una deuda. Acciones preferentes, de hecho, fueron efectivamente los "bonos basura" de las finanzas (con frecuencia con la misma prensa) antes de 1930, cuando el incremento en las tasas de los impuestos corporativos los hicieron menos atractivos que los intereses derivados de valores con prioridad equivalente, deducibles tributariamente.

En ciertas ocasiones, claro, lo contrario podría suceder y acreedores rapaces podrían forzar la liquidación de compañías que de otra manera hubieran podido sobrevivir. Sobre la base de lo anterior, podríamos concluir con seguridad que, una vez que se inicia el proceso de insolvencia, las partes en estas prolongadas negociaciones, estarán asesoradas por ejércitos de abogados cuyos honorarios muy probablemente cubrirán los activos disponibles para satisfacer los reclamos de los acreedores. Para las compañías pequeñas, los costos directos de los procedimientos de insolvencia podrán fácilmente consumir el íntegro del *corpus* (un término apto para definir el caso), pero en estos casos estos son esencialmente costos fijos y, en tal virtud, representan sólo una pequeña porción de los recuperos en los casos grandes. Vistos en conjunto, por supuesto, los costos directos de la insolvencia, incluso considerados como un completo desperdicio social, son minúsculos en comparación con el tamaño de la economía.³

Los costos de la insolvencia: ¿privados o sociales?

Así como los costos de la insolvencia pueden ser reducidos, estas ciertamente pueden traducirse en tragedias personales. Incluso controvertidas figuras públicas como Donald Trump, han llegado a ganarse la simpatía de la población, en el caso de este último, en su lucha con los acreedores por el control sobre el deslumbrante casino "Taj Mahal".

Las consecuencias sociales de una insolvencia aislada tal vez puedan ser desestimadas, pero no, algunos dirán, las insolvencias que se presentan en grupo. El temor es que la insolvencia de cada compañía sobreendeudada impacte fuertemente a los proveedores igualmente sobreendeudados de ésta, guiando a su turno a más insolvencias, hasta que eventualmente toda la economía colapse.

Sin embargo, ni la economía en general, ni las finanzas en particular ofrecen mayor sustento a esta noción de un multiplicador de insolvencias inducido por el apalancamiento o un efecto de contagio. Las compañías insolventes, como ha sido señalado anteriormente, no se desvanecen. Ellas suelen continuar operando casi igual que antes, pero con diferentes dueños y posiblemente a una escala reducida. Incluso cuando

ellas efectivamente se liquidan y cierran, sus inventarios, maquinarias, equipos, empleados y clientes, fluyen hacia otras compañías en la economía. Las oportunidades de inversión lucrativas que una compañía fallida deje pasar serán asumidas por otras—sino inmediatamente, cuando el clima económico sea más favorable. Investigaciones recientes en temas macroeconómicos, han sugerido que mucho de lo que alguna vez consideramos como un negocio irremediamente perdido es únicamente una posibilidad de rendimiento pospuesta, particularmente en las industrias de bienes duraderos.

Señalar que los recursos humanos y de capital de las compañías insolventes serán eventualmente reempleados, no es negar, por supuesto, que el costo personal del desempleo amerite una consideración especial, particularmente cuando se convierte en un problema generalizado.

Las olas sucesivas de insolvencias a principios de la década de 1930, podrían generar una visión relativamente benigna de la insolvencia como una materia en la que están involucrados esencialmente costos privados, sin externalidades serias o de consideración⁴. Contrario a la creencia comúnmente sostenida, las insolvencias no trajeron consigo la Gran Depresión. La dirección de la relación de causalidad va de las depresiones a las insolvencias, y no al revés.

El colapso del mercado de valores en 1929 y del sistema bancario norteamericano durante 1931 y 1932, bien pueden haber creado la apariencia de un desastre financiero guiado. Pero tal desastre no fue solamente la inevitable explosión de otra burbuja sobreapalancada, como algunos han sugerido. La responsabilidad por convertir una recesión ordinaria en una depresión de una magnitud sin precedentes recae primariamente en los administradores de la Reserva Federal. Ellos se equivocaron al realizar sus deberes como los proveedores residuales de liquidez para el público y para el sistema bancario. El suministro de dinero en los Estados Unidos de Norteamérica se contrajo en 30% entre 1930 y 1932, arrastrando con ello a la economía y los niveles de precios. Cuando ello ocurre, incluso los créditos calificados como triple A llegan a verse como "bonos basura".

³ Los costos de la insolvencia financiera generalmente pueden ser reducidos en su conjunto, pero existen. Podría entonces, bajo premisas de bienestar económico, eliminarse el subsidio tributario actual a la deuda implícito en nuestro no integrado impuesto a la renta corporativo. Lograr completa neutralidad entre deuda y capital, sin embargo, requeriría la eliminación del impuesto corporativo—algo que es poco probable que suceda en un futuro cercano.

⁴ Se generan verdaderas externalidades, como en el caso de la contaminación ambiental, sólo cuando las acciones de una empresa incrementan los costos de las otras. Una posible analogía a la contaminación, en el caso de la deuda corporativa, la constituiría la atribución al gobierno, y en consecuencia a los contribuyentes, de los costos de pensión de las empresas insolventes. Una vez más, sin embargo, el impacto agregado es sólo de importancia secundaria.

Sin embargo, actualmente el temor de algunos es que la voluntad y la capacidad de la Reserva Federal de mantener la liquidez de la economía y su sistema crediticio están siendo socavadas por ciertas reacciones regulatorias exageradas a la crisis de S&L —una reacción que proviene, en parte, de subestimar los controles internos del mercado sobre el “sobrealapancamiento”.

LAS TENDENCIAS AUTOCORRECTORAS EN EL APALANCAMIENTO CORPORATIVO

La combinación exacta de desviaciones de oferta y demanda que precipitó la gran expansión en el apalancamiento de valores en la década de 1980, tendrá que ser determinada en el futuro por los historiadores económicos. El principal punto que debemos enfatizar es que, así estemos hablando de automóviles o del apalancamiento de capital o de bonos de alto rendimiento, la respuesta del mercado a los cambios en los gustos (o a los cambios en la tecnología de la producción) es limitada y autorregulada. Si los productores de una mercancía aumentan su distribución más rápido de lo que los compradores requieren, el precio caerá y el rendimiento final eventualmente se reducirá. Lo mismo ocurre en el mercado financiero: si la demanda del público por “bonos basura” es sobre estimada por los empresarios de adquisiciones, las mayores tasas de interés que ellos tengan que ofrecer a los compradores de “bonos basura” se comerán las ganancias de las transacciones y negocios. El proceso de posterior apalancamiento será más lento y tal vez hasta podrá revertirse.

Algo muy parecido a esta desaceleración endógena del apalancamiento podría haberse discernido a principios de 1989, incluso con anterioridad a una secuencia de iniciativas gubernamentales —incluyendo las acusaciones penales a los ejecutivos de los principales bancos de inversión y a los creadores de mercado para los “bonos basura”, el *dumping* forzado de los inventarios de “bonos basura” por las reconocidas S&L’s y las más estrictas regulaciones en préstamos de apalancamiento por los bancos comerciales combinadas para reducir la liquidez del mercado de bonos de alto rendimiento. La emisión de bonos de alto rendimiento no sólo se detuvo, sino que muchas compañías con alto apalancamiento reemplazaron su alto costo de deudas con capital⁵.

Bonos basura y la crisis de S&L

Afirmar que el mercado tiene poderosos controles internos contra el sobre apalancamiento no significa que quien posee títulos altamente palanqueados no será materia de preocupación. Pero concentrar tanta atención en las pérdidas de los bonos basura de un puñado de estas S&L’s es perder el principal punto de todo el lamentable episodio. El matiz sobre los bonos basura de S&L sirve meramente para distraer la atención de aquellos que expandieron los depósitos de garantía del gobierno e incentivaron a las S&L’s a realizar inversiones con mayores expectativas de retorno —pero también, lamentablemente, con riesgos más altos que sus tradicionales hipotecas de vivienda de largo plazo.

Algunos, en su oportunidad, defendieron el incremento de los depósitos de garantía del gobierno, al verlos como una suerte de compensación por los riesgos de tasas de interés asumidos por aquellos que llevaron a cabo la tarea socialmente deseada de proveer hipotecas a largo plazo con tasas fijas. Sin embargo, muy aparte de la presencia de otras maneras alternativas y menos vulnerables de proveer dinero hipotecario, los depósitos de garantía demostraron ser —como la mayoría de especialistas financieros predijeron en ese tiempo— una forma particularmente desafortunada de subsidiar la propiedad de viviendas. Debido a que los depósitos de garantía dieron a los propietarios de los S&L’s lo necesario para tomar opciones de compra contra el gobierno, ellos realmente fomentaron la realización de proyectos antieconómicos, algunos de los cuales hicieron que los “bonos basura” aparecieran como seguros por comparación. Los éxitos fueron hacia los propietarios, mientras que los fracasos al fondo de seguros.

Hay más en cuestión, sin embargo, que la mera asignación de responsabilidades por estos fallidos intentos de regular el juicio del mercado de que esta poderosa industria, políticamente hablando, no era económicamente viable. Trazar una moral equivocada sobre el asunto de S&L puede tener consecuencias que se extiendan más allá de las fronteras de esta desventurada industria. El humorista americano Mark Twain, afirmó una vez que un gato que salte a una hornilla caliente nunca saltará de nuevo sobre una hornilla, así esté fría. Nuestros analistas financieros parecen estar siguiendo precisamente esta afirma-

⁵ El proceso de intercambiar patrimonio por deuda (lo contrario de la historia señalada previamente) habría ido incluso más lejos por ahora si no fuera por ciertas características del sistema tributario norteamericano. El intercambio de patrimonio por deuda, vendiendo bajo la par, crea una renta imponible derivada de “cancelación de obligaciones”. Una excepción es hecha para las empresas en quiebra, haciendo esa opción más atractiva que de lo de otra forma sería para las empresas cuyas deudas han sido sujetas a descuentos.

ción. La banca comercial puede no ser una hornilla muy fría por el momento, pero por lo menos es una industria viable. Asimismo, a diferencia de las S&L's, ella juega un rol crítico en el financiamiento de negocios —particularmente, pero no solamente, de aquellos muy pequeños o muy poco conocidos para tener acceso directo a los mercados públicos de valores. Las severas restricciones en préstamos bancarios por parte de analistas financieros con una equivocada lectura de la experiencia de S&L, incrementarán en consecuencia el costo del capital para —y por ende disminuirá el uso del capital por— este importante sector de negocios⁶.

El hecho de que las restricciones regulatorias de ésta y otras clases similares, hayan ido ya muy lejos como para producir un problema crediticio del tipo asociado en el pasado con la contracción monetaria, es un tema que está siendo muy discutido actualmente, pero que prefiero dejar a los especialistas en dinero y banca. Mis preocupaciones como especialista en finanzas están con el largo plazo y las menos visibles consecuencias de la actual histeria contra el "apalancamiento". Esta histeria ha destruido ya la

liquidez del mercado para los bonos de alto rendimiento. Los mercados de futuros financieros, actualmente bajo un duro ataque por su supuesto sobreapalancamiento, son los siguiente posibles candidatos a la extinción, por lo menos en los Estados Unidos.

Muchos en finanzas académicas han visto estos infundados ataques a nuestros mercados financieros, particularmente a los mercados más nuevos, con algún desánimo. Pero ellos, en su mayor parte, se han puesto a un lado de las controversias. A diferencia de algunos de los más viejos campos de la economía, la atención en las finanzas no ha sido puesta en temas de política pública. Hemos enfatizado una economía positiva más que una economía normativa, procurando un sólido estudio empírico construido sobre cimientos de teorías simples pero poderosas de organización. Ahora que nuestro campo ha llegado oficialmente a su edad adulta, como en efecto ha ocurrido, tal vez mis colegas en finanzas puedan ser persuadidos de sacar, de tiempo en tiempo, sus narices fuera de sus bases de datos y de llevar ideas de nuestro campo y, especialmente, ideas de política pública a la atención de una audiencia más amplia.

⁶ Ejemplos de dichas restricciones son las normas —recientemente promulgadas de manera conjunta por la Corporación Federal de Depósitos y Seguros, el Tesoro y el Directorio de la Reserva Federal— denominadas Transacciones Altamente Apalancadas (HLT's por sus iniciales en inglés). Estas normas han cerrado la puerta al financiamiento para la reestructuración de empresas, sea amigable o hostil. Pero las reglas son tan vagas y tan inciertas en su aplicación que se ha llegado a inhibir otras formas de financiamiento. Actualmente, los préstamos bancarios incluyen cláusulas conteniendo incrementos automáticos en las tasas de interés de 100 puntos o más si los créditos son clasificados como HLT's por los analistas financieros.