



Universidad de  
**San Andrés**

**Universidad de San Andrés**

**Departamento de Derecho**

**Abogacía**

**Acreedores en el gobierno corporativo de sus deudores**

**Autor: Roman Octavio Paz**

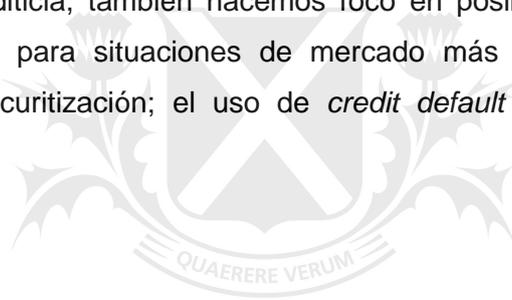
**Legajo: 27241**

**Mentor: Ramiro Salvochea**

**Buenos Aires, 31 de julio de 2020**

## RESUMEN

En la actualidad, la deuda es una fuente de financiación crucial para las compañías de todo el mundo; e igualmente importante es el estudio del gobierno corporativo de las compañías en general, sea que estén endeudadas o no. Sin embargo, a pesar de la relevancia de estos dos conceptos, su estudio simultáneo o conjunto no es objeto de tanto escrutinio como debería. Por eso, en este trabajo realizaremos una lectura del papel que juegan los acreedores en el gobierno corporativo de sus deudores, concluyendo que los acreedores tienen un rol clave en ese ámbito, que excede el mero pedido de informes y que puede tener grandes ramificaciones de carácter económico. Para ello, se utilizan técnicas de análisis contractual de los principales documentos implementados en situaciones de financiamiento vía deuda, y se estudian casos reales de mercado relacionados a esas mismas circunstancias contractuales. Además del caso base que sucede cuando un acreedor permanece en su rol activo de la relación crediticia, también hacemos foco en posibles adaptaciones de esta relación acreedor-deudor para situaciones de mercado más complejas, tales como el fenómeno *Fintech*; la securitización; el uso de *credit default swaps*; y el concepto de microfinanzas.



Universidad de  
**San Andrés**

## INDICE

<b>I. INTRODUCCIÓN</b>	<b>1</b>
<b>II. LOS FUNDAMENTOS: GOBIERNO CORPORATIVO Y DEUDA</b>	<b>3</b>
<b>A. <i>El gobierno corporativo del deudor y el rol de sus acreedores</i></b>	<b>3</b>
<i>Shareholderism vs. Stakeholderism</i> .....	5
Compensación de ejecutivos .....	10
<b>B. <i>El financiamiento vía deuda</i></b>	<b>11</b>
Mercados de deuda, sus actores y transacciones.....	11
Variables principales del financiamiento vía deuda.....	12
Clasificación de títulos de deuda.....	13
Securitización y <i>Credit Default Swaps</i> .....	14
Concluyendo una definición de <i>Debt Financing</i> .....	17
<b>C. <i>Combinando gobierno corporativo y deuda</i></b>	<b>19</b>
Traslación de riesgos.....	22
Evitando contribuciones de capital.....	23
Políticas contables y el caso de “ <i>bait and switch</i> ” .....	24
<b>III. EL CONTRATO DE DEUDA: INTERVENCIONES DIRECTAS E INDIRECTAS EN EL GOBIERNO CORPORATIVO DEL DEUDOR</b>	<b>25</b>
<b>A. <i>El contrato como herramienta principal: reglas y estándares</i></b>	<b>26</b>
<b>B. <i>Intervenciones directas</i></b>	<b>31</b>
Restricciones al cambio de <i>management</i> .....	31
<b>C. <i>Intervenciones indirectas</i></b>	<b>33</b>
Deuda y compensación de ejecutivos.....	34
<b>IV. ESCENARIOS COMPLEJOS Y POSIBLES SOLUCIONES</b>	<b>37</b>
<b>A. <i>Información imperfecta: Fintech y Bigtech</i></b>	<b>37</b>
<b>B. <i>El uso de mecanismos extra-contractuales</i></b>	<b>41</b>
<b>C. <i>Acreedores complejos: securitización y cobertura</i></b>	<b>44</b>
Collateralized loan obligations: transferencia de riesgos.....	44
Credit default swaps: el caso Windstream .....	46
<b>D. <i>Microfinanzas: la intervención de los acreedores con un rol social</i></b>	<b>49</b>
¿Qué son las microfinanzas?.....	50
Traslación de riesgos en microcréditos.....	50
Monitoreo y control de los deudores .....	51
<b>V. CONCLUSION</b>	<b>52</b>

## I. INTRODUCCIÓN

En términos cuantitativos, la deuda es más relevante que el *equity*. Pues, en términos de flujo, en 2018, las emisiones corporativas de bonos y contrataciones de préstamos sindicados en todo el mundo fue de USD 6.8 trillones, mientras que las emisiones de acciones sumaron USD 0.6 trillones (FMI, 2019)<sup>1</sup>. Alguien podría afirmar que esta observación no alcanza para fundar la supremacía de la deuda porque el *equity* no se rescata ni vence, y por eso sus emisiones son menores que las emisiones de deuda. Este último punto ignora que, en términos de *stock*, para finales de 2018, el monto de instrumentos de deuda en circulación era 37% mayor que la capitalización de mercado de todas las compañías del mundo<sup>2</sup>. Otra observación es que, para inicios de 2020 el ratio de deuda-activos para todas las compañías no financieras con cotización pública se encontraba en su nivel más alto en veinte años, y dentro del 25% de las firmas más endeudadas, el nivel de este ratio estaba cerca de su máximo histórico<sup>3</sup>. Nuevamente, otro indicador de la importancia creciente del financiamiento vía deuda.

A pesar de la relevancia de la deuda, los temas más estudiados en torno al gobierno corporativo tienen una fuerte impronta de “*shareholderism*” (i.e., una búsqueda de protección para los intereses de los accionistas, al mismo tiempo que una maximización de su intervención en la gobernanza). Esto se puede verificar en la concentración por parte de la academia para analizar las herramientas que tienen los *accionistas* para intervenir en el gobierno corporativo de las compañías. En cambio, el abordaje de la interacción acreedor-deudor se genera típicamente en el marco de los contratos y, en mayor medida, con un énfasis en momentos de crisis, dentro del estudio de las leyes de quiebra. Como veremos, nuestra intención es diferente.

Nuestro análisis se centrará en la interacción entre acreedores y deudores dentro del marco del gobierno corporativo del deudor. Y, en este sentido, estudiaremos situaciones que exceden al caso base de un acreedor que permanece en esa posición hasta el final del préstamo, o el de un banco que ofrece financiamiento y hace uso de los recursos de monitoreo más comunes, como la confianza de un auditor que da fe de los estados financieros de la firma deudora. A su turno, entonces, analizaremos situaciones más complejas, tales como la transferencia del riesgo de crédito mediante securitización o cobertura con *credit default*

---

<sup>1</sup> Fondo Monetario Internacional, Departamento de Investigación. 2019. *Global Financial Stability Report. Chapter 2: Global Corporate Vulnerabilities: Riskier Business*.

<sup>2</sup> Globalmente, el monto de instrumentos de deuda en circulación al cierre de 2018 era USD 102.8 trillones, mientras que la capitalización de mercado total fue USD 74.7 trillones. Ver Security Industry and Financial Markets Association (SIFMA). 2019. *Capital Markets Fact Book*, pp. 1.

<sup>3</sup> Federal Reserve System, Board of Governors. 2020. *Financial Stability Report*, pp. 35.

*swaps*, o la presencia de acreedores que buscan aportar al beneficio común de la sociedad donde realizan su actividad financiera en el marco de las microfinanzas.

Esta aproximación al tema sigue una línea de pensamiento que entiende a la relación entre el control de los acreedores y el gobierno corporativo como una temática general que incluye, pero no se limita, al control durante las crisis empresariales. En este sentido, adherimos al planteo temprano de Baird y Rasmussen<sup>4</sup> (2006, pp. 1242):

*The control that creditors exercise in bankruptcy is simply the final stage of a process that begins well outside of bankruptcy. Limiting creditor control in bankruptcy should not be done in a vacuum. Such changes also affect creditor control and corporate governance outside of bankruptcy and these effects must be taken into account.*

Por eso buscamos estudiar esta relación acreedor-deudor de manera integral, porque limitar el análisis a los momentos de crisis sería obviar una mayoría de escenarios muy abrumadora. Hablamos de los casos en que no se produce una situación de *distress* en el deudor. Para fundar este enfoque bastaría con notar que, en Estados Unidos, para fines de 2019, por ejemplo, solamente el 1.14% de los préstamos bancarios a empresas se encontraban en incumplimiento<sup>5</sup>. Por lo tanto, si bien es relevante estudiar el rol de un acreedor en el gobierno corporativo de un deudor en situación de crisis de deuda (e.g., renegociaciones o reestructuraciones), no hay razones para dejar de lado a los demás casos menos problemáticos.

Para llevar a cabo esta tarea organizaremos nuestro trabajo de la siguiente manera: en la Parte II. analizaremos conceptos básicos del gobierno corporativo y del financiamiento vía deuda. En la Parte III., nos focalizaremos en la lógica contractual de la deuda, con foco en los mecanismos que se prevén normalmente en esos contratos para facilitar la intervención de los acreedores en el gobierno corporativo de sus deudores y expondremos algunos casos reales y estudios empíricos sobre este asunto. En la Parte IV., estudiaremos casos complejos de intervención de los acreedores en el gobierno corporativo de sus deudores, tales como la intervención de la tecnología en las finanzas; la securitización y la cobertura con *credit default*

---

<sup>4</sup> Douglas G. Baird & Robert K. Rasmussen. 2006. "Private Debt and the Missing Lever of Corporate Governance", *University of Pennsylvania Law Review*, 154:1209-1251.

<sup>5</sup> Federal Reserve System US, Board of Governors. 2020. *Delinquency Rate on Commercial and Industrial Loans*. Obtenido de FRED, Federal Reserve Bank of St. Louis.

*swaps*; y revisaremos los efectos de esta intervención en el contexto de las microfinanzas. Por último, en la Parte V. presentaremos las conclusiones de todo este análisis.

## II. LOS FUNDAMENTOS: GOBIERNO CORPORATIVO Y DEUDA

### A. El gobierno corporativo del deudor y el rol de sus acreedores

Antes que nada debemos estudiar el concepto de gobierno corporativo para después determinar el rol que tienen los acreedores en él. De acuerdo con Larcker y Tayan (2015)<sup>6</sup>, cuando la propiedad de una compañía se separa de su administración hay una oportunidad para que los ejecutivos que la administran, interesados en ellos mismos, realicen acciones en su propio beneficio. Esta situación se denomina problema de agencia y los costos que se derivan de ella –soportados por accionistas y el resto de los *stakeholders*– se llaman costos de agencia. Para disuadir a los ejecutivos de realizar acciones que generen costos de agencia se prevén mecanismos de control y monitoreo dentro de la organización, en su conjunto estos forman el gobierno corporativo de la compañía<sup>7</sup>.

En este sentido, los autores destacan que, de mínima, el gobierno corporativo debería incluir un directorio y un auditor externo que certifique la información financiera de la compañía, pero aclaran que además de eso, es necesario que un sistema de gobierno corporativo considere la situación no solo de los accionistas, sino también de los clientes, proveedores, empleados y de los acreedores, entre otros (en su conjunto, *stakeholders*).

Si bien estos actores buscan influenciar en el gobierno corporativo de la organización que los conecta, todos tienen incentivos más bien distintos. Mientras que los sindicatos intentan mantener las fuentes de trabajo y mejorar condiciones laborales, los clientes quieren asegurarse una provisión de bienes o servicios constante y al menor costo posible, al mismo tiempo que los proveedores buscan cobrar en tiempo y forma por lo que hubieren ofrecido a la compañía.

En el caso de accionistas y acreedores esta contraposición de intereses es innegable. Personalmente el autor de estas líneas ha sido testigo de una discusión que da cuenta de ello. En este episodio, el accionista mayoritario de una compañía argentina estaba interesado en expandir sus operaciones a Estados Unidos. Cuando le comenta eso a su abogado, este le advierte que hacerlo unilateralmente violaría un *covenant* de su deuda y podría generar la

---

<sup>6</sup> Larcker, David y Tayan Brian. 2015. *Corporate governance matters: A closer look at organizational choices and their consequences*. New Jersey: Pearson Education.

<sup>7</sup> En este trabajo usaremos indistintamente las palabras organización, compañía, sociedad o empresa.

aceleración del pasivo. Furioso, el accionista manifestó a viva voz (pero resguardado por el secreto profesional) su voluntad de “*romper todos los covenants*”. Como vemos, los *covenants* le restan flexibilidad al accionar de la firma, la hacen menos dinámica. Este es un efecto colateral de la previsión de un *covenant*, los acreedores y el deudor lo saben, pero el acreedor está más seguro con su inclusión, justamente porque si dejara todo a la libertad del deudor, su posición podría salir muy perjudicada. Basta con asumir que no se hubiese pactado la inclusión de aquel *covenant*, por lo que aquella expansión se habría hecho sin más trámite, y ¿Qué habría tenido esto de malo? Básicamente, al momento de la génesis sinalagmática, el acreedor le prestó su dinero a una empresa con operaciones en Buenos Aires y definió los términos y condiciones de ese préstamo en función de ello. Expandirse a otro territorio conlleva riesgos que no se tuvieron en cuenta al momento de la contratación, y si no fuera por el *covenant*, las consecuencias financieras de esos nuevos riesgos nunca se habrían incorporado a los términos que regían la relación crediticia. Por todo esto es que, en la práctica, ese cambio de perfil corporativo debió contar con la aprobación del acreedor, y por eso el abogado recomendó sabiamente realizar una solicitud de consentimiento para enmendar los términos del contrato antes de la expansión. Este consentimiento se logró, y el deudor pudo comenzar su expansión en Estados Unidos.

En otro orden, un caso reciente puso en contienda al fondo Aurelius Capital Management como acreedor (viejo conocido de nuestro país) y a la firma Windstream Services como deudor<sup>8</sup>. Windstream había emitido deuda con un *covenant* que le prohibía, tanto a ella como a sus subsidiarias restringidas, entrar transacciones del tipo “*sale-leaseback*”. En estos negocios una firma vende activos fijos que usa para su operación con un acuerdo simultáneo para comenzar rentarlos por un largo tiempo inmediatamente después de la venta. De esa forma baja su activo no corriente, aumenta su activo corriente y puede mejorar la estructura de su balance. Pero debemos notar que de esa forma puede desproteger a acreedores porque un activo fijo es más fácil de perseguir y embargar que el parangón de la liquidez, que es el efectivo reemplazante de aquel activo sujeto al *sale-leaseback*. Ahora bien, a pesar de aquella prohibición, Windstream se las ingenió para “*doblar el covenant sin romperlo*”. La firma creó una nueva compañía *holding*, y a través de ella realizó las transacciones, a lo que los acreedores no presentaron queja alguna. Sin embargo, luego de que los bonos comenzaran a cotizar con un descuento significativo, el fondo Aurelius adquirió una posición de bloqueo del instrumento y solicitó el *default* de Windstream. Windstream no podía requerir la renuncia de los acreedores a demandar el *default* porque Aurelius tenía una posición de

---

<sup>8</sup> Windstream Services LLC, v. Aurelius Capital Master LTD. 17-CV-7857 (JMF) (United States District Court Southern District of New York. 2019).

bloqueo, así que prefirió lanzar una oferta de canje con beneficios para los bonistas que la aceptaran. De esa forma, a cambio del consentimiento otorgaría más instrumentos de los mismos que tenía Aurelius, con el fin de licuar su posición y obtener los votos necesarios para que se desista del pedido de default. Windstream logró ese consentimiento, pero Aurelius la demandó y el juez falló a su favor, garantizándole el valor completo del principal de los bonos más intereses (recordar que Aurelius había comprado esos bonos a un descuento, porque ese es su negocio). Básicamente, la sentencia afirmaba que, si bien Windstream podía emitir nuevos bonos de la misma serie, no podía modificar el valor total del circulante y licuar la tenencia de la parte actora (Aurelius).

La anécdota y el caso precedentes implícitamente parecen transmitirnos una cuasi rivalidad entre acreedores y accionistas. En el primer caso, el deudor se subordinó a sus compromisos previos y siguió la norma que lo regía originalmente, *i.e.*, el *indenture* bajo el cual emitió los bonos. En el segundo caso, se prefirió cortar camino y ahorrar costos, pero se terminó aumentando el *ETA* y subiendo significativamente aquellos costos que querían minimizarse.

Sorpresivamente, a pesar de esta realidad ejemplificada con los dos casos de arriba, existe una tendencia en la academia y en la práctica a pensar que las sociedades no buscan el privilegio o beneficio de sus accionistas, sino de un conjunto más grande de sujetos. A esta cuestión dedicamos la sección siguiente.

### ***Shareholderism vs. Stakeholderism***

Con algunas dudas podemos afirmar que la búsqueda del bienestar de otros sujetos diferentes de los accionistas podría ser posible para clientes, proveedores, empleados, pero ¿una sociedad dedicada, aunque parcialmente, a beneficiar a sus acreedores? Después de los dos casos aislados que presentamos arriba estamos lejos de confirmar que esa pregunta se pueda responder afirmativamente.

En contra de nuestras dudas, a continuación, daremos cuenta de lo que se llama *stakeholderism*, que es una lectura del gobierno corporativo que se aleja de la supremacía de los accionistas y se centra en los *stakeholders*. Con este concepto se engloba a todos los actores que tienen un nexo relevante con la compañía, lo cual incluye, pero no se limita a los accionistas. Pues, los accionistas buscarán retornos y ganancias derivadas de sus inversiones en la compañía, pero los empleados o clientes tendrán otros criterios, que según el *stakeholderism* deberían ser tenidos en cuenta para la toma de decisiones de la compañía. Obviamente la firma considera las preferencias de sus clientes cuando decide lanzar un

producto nuevo, o tiene en cuenta la *performance* de sus empleados cuando piensa en una reestructuración operativa, pero para el *stakeholderism* las consideraciones a realizar tienden a incorporar el bienestar de esos actores y no solo su concepción instrumental para otros fines corporativos.

Esta teoría, como resumen Bebchuk y Tallarita, tiene dos enfoques: (i) el enfoque instrumental, que implica considerar los intereses de los *stakeholders* solo si eso contribuye al beneficio de los accionistas; y (ii) el enfoque pluralista, que permite o requiere que los directores traten al bienestar de los *stakeholders* como un fin en sí mismo (2020, p. 22)<sup>9</sup>.

Una rama del pensamiento centrado en *stakeholders* asume que, si bien los intereses de estos y el de los *shareholders* colisionan en el corto plazo, en el largo plazo ambos son necesariamente inseparables. Eso no es cierto, tal como lo argumentan Bebchuck y Tallarita, porque si bien las compañías podrían poner en práctica todas las políticas necesarias para solucionar esos problemas en el largo plazo, siempre habrá posibilidades de mejorar a algún *stakeholder* a costa de otro (incluyendo mejorar a accionistas en perjuicio de otro *stakeholder*). Por lo tanto, no todas las situaciones en el largo plazo serán *win-win*. Si todas lo fueran, no habría necesidad de centrarnos en los *stakeholders*, porque toda decisión que suma valor para los accionistas lo estaría haciendo al mismo tiempo para los *stakeholders*.

En un mundo con recursos escasos, la metáfora de la sabana corta implica que el beneficio de una parte se produce a expensas de la otra. Para estos autores, plantear un panorama tan benévolo es perjudicial para los *stakeholders* porque les haría creer que cualquier decisión corporativa que favorezca a los *shareholders* también los beneficia.

Como no todo está librado a las decisiones de los administradores, quizás regulatoriamente haya argumentos para que el foco esté en los *stakeholders* y no en los accionistas únicamente. En este sentido, Bebchuck y Tallarita analizan provisiones regulatorias referidas al *stakeholderism*, los llamados “*Constituency Statutes*”, que son normas originadas en los 80s y 90s, durante el pico de las adquisiciones hostiles. Básicamente, estas regulaciones estaduales “*explicitly allowed directors to consider the interests of other constituencies when making a decision on an acquisition of the company or, more generally, on any issue*” (2020, p.17). Lo que determinan los autores, apoyándose en otras investigaciones, es que estas regulaciones fueron el resultado del *lobby* de los administradores para proteger sus puestos ante una amenaza de adquisición hostil que los desplazaría. Pues, si estos podían rechazar

---

<sup>9</sup> Bebchuk, Lucian y Tallarita, Roberto. 2020 (Próximamente, Cornell Law Review). *The Illusory Promise of Stakeholder Governance*. SSRN.

ofertas no solicitadas de un jugador externo basándose en el interés de *stakeholders* diferentes de los accionistas, aumentaban las chances de proteger su puesto en la firma objeto de adquisición. En la actualidad, los grupos de *stakeholders* previstos en los *Constituency Statutes* son los siguientes: empleados, clientes, proveedores, acreedores, la comunidad local, la sociedad, la economía del estado o país donde se desarrolle la empresa, el medioambiente, otros (como sujetos con los que se contrate o empleados retirados) y previsiones tipo “*catch-all*”.

¿Qué implicancia práctica tuvieron o tienen estas regulaciones? Es difícil de determinar, pero los autores destacan que en ninguna de las diez transacciones de *private equity* más grandes realizadas en estados con *Constituency Statutes* hubo un beneficio real para los *stakeholders*, mientras sí hubo retornos superlativos para los accionistas, directores y ejecutivos salientes. En solo dos de los casos se previó que la casa matriz de la compañía adquirida debería permanecer en su lugar de preexistencia. Pero, las cláusulas contractuales que incorporaban esta previsión no eran ejecutables porque ninguna parte del contrato, ni el mismo gobierno del sitio de la casa matriz tenía legitimidad para reclamar por el eventual incumplimiento de esta cláusula por parte del comprador. Es decir, a pesar de existir una norma que autorizaba a la dirección de la compañía a considerar los intereses de los *stakeholders*, dichos intereses no se beneficiaron en la realidad.

En otro orden, los autores siguen estudiando cómo se cristaliza este *stakeholderism* y se refieren a declaraciones de importantes directores de corporaciones, como la emitida en el contexto Manifiesto de Davos 2020, “*The Universal Purpose of a Company in the Fourth Industrial Revolution*”<sup>10</sup>:

1. El propósito de una compañía es involucrar a todos sus *stakeholders* en la creación de valor compartida y sostenible. La mejor manera de comprender y armonizar los intereses divergentes de sus *stakeholders* es mediante un compromiso mutuo de políticas y decisiones que refuercen la prosperidad de largo plazo de la firma.
2. Una compañía es más que una unidad económica generadora de riqueza. Tiene el rol de satisfacer aspiraciones sociales y humanas como parte de una comunidad. Su rendimiento no solamente debe medirse con el retorno para sus accionistas, sino también analizando como alcanza sus objetivos de gobernabilidad ambientales y

---

<sup>10</sup> Foro Económico Mundial. 2020. *Manifiesto de Davos 2020*.

sociales. La remuneración de sus accionistas debería reflejar la responsabilidad con su comunidad de *stakeholders*.

3. Una compañía que tiene un alcance multinacional no solamente sirve a los *stakeholders* con los que se relaciona, sino que ella misma es un *stakeholder* (junto con el gobierno y la sociedad civil) a una escala global.

Claramente, si bien de esta declaración se deriva una intención de adoptar un modelo centrado en el bienestar de los *stakeholders*. Cabe preguntarse si los directores tienen posibilidad legal de hacer esto.

Una lectura posible es que favorecer los intereses de *stakeholders* no sería ilegal, pero hacerlo por encima del de los accionistas sí. Por ejemplo, muchas de las compañías que apoyan estos movimientos están incorporadas en Delaware y por lo tanto, como lo expresó Leo E. Strine, oportunamente presidente de la Corte Suprema de ese Estado: “*a clear-eyed look at the law of corporations in Delaware reveals that, within the limits of their discretion, directors must make stockholder welfare their sole end*”<sup>11</sup>.

En cambio, otra posición es la de Martin Lipton (2019)<sup>12</sup>, creador del *poison pill* y socio del estudio Wachtell, quien afirma que no existe ley alguna que prohíba a los directivos considerar los intereses de otros *stakeholders* distintos de los accionistas. De acuerdo con su interpretación, “*the fiduciary duty of the board is to promote the value of the corporation. In fulfilling that duty, directors must exercise their business judgment in considering and reconciling the interests of various stakeholders*”. Además en ese mismo sentido, afirma que la supuesta obligación de los ejecutivos de lograr una “*maximization of shareholder profit*”<sup>13</sup> es una construcción derivada del caso Revlon, que aplica a situaciones extremas como la venta de un paquete accionario de control. En particular, termina afirmando que la obligación del directorio de maximizar el valor de corto plazo para los accionistas en ese caso no implica que su deber fiduciario los obligue a hacer lo semejante ante cualquier decisión a la que se enfrenten.

---

<sup>11</sup> Leo E. Strine, Jr., “The Dangers of Denial: The Need for a Clear-Eyed Understanding of the Power and Accountability Structure Established by the Delaware General Corporation Law,” 50 *Wake Forest Law Review* 761,768 (2015).

<sup>12</sup> Lipton, Martin et. Al. 24 de agosto de 2019. “Stakeholder Governance and the Fiduciary Duties of Directors” [Blog]. *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*.

<sup>13</sup> *Revlon, Inc. V. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.* 505 A.2d 173 (Supreme Court of Delaware. 1986).

Si esta lectura es correcta y la “supremacía de los accionistas” es errada, entonces no haría falta que los directivos realicen el proceso de justificación propuesto desde Skadden para verificar la legitimidad de una decisión tendiente a favorecer a un *stakeholder*.

*In addressing issues often framed as matters of corporate social responsibility, the shareholder primacy path does not preclude a for-profit company from taking social issues into account in the conduct of its business. What is required to stay on the path is that the company's consideration of those social issues have a sufficient nexus to shareholder welfare and value maximization. (Atkins et. Al., 2019)<sup>14</sup>*

Para concluir este debate, es interesante analizar la finalidad, seriedad y factibilidad de este tipo de declaraciones corporativas a favor del *stakeholderism*. Como Bebchuck y Tallarita muestran, hay dos hechos que permitirían inferir la falta de compromiso real de los ejecutivos que suscriben estas declaraciones respecto de su realización en la práctica. Primero, que los directores de las compañías que soportan el *stakeholderism* no dan cuenta de la incompatibilidad entre sus deberes fiduciarios y el cumplimiento de lo que prometen en esas declaraciones. Segundo, que las compañías que dirigen no promuevan cambios a sus códigos de gobierno corporativo que den cuenta de estas declaraciones. Lo que concluyen los autores es que declaraciones como la expresada en el marco del *World Economic Forum* son más demostrativas de un relato que una voluntad seria por cambiar el *statu quo* (2020, p. 28).

Pero entonces, ¿Por qué expresar algo que no se podrá cumplir? Primero, porque con solo suscribir a esas declaraciones los ejecutivos mejoran la imagen corporativa de sus firmas. Una compañía preocupada por sus *stakeholders* es mejor vista que una que no lo hace. Segundo, y siguiendo las lecturas de Anthony Walters en el Latham & Watkins Forum de 2019<sup>15</sup> y de Martin Lipton (2020)<sup>16</sup>, las compañías saben que en el esquema actual no pueden seguir haciéndose eco de la maximización del valor para los accionistas como único objetivo. Pues, la ciudadanía en general no está contenta con eso y los gobiernos en particular podrían comenzar a tomar mayores medidas para contrarrestar esto. Si los gobiernos empiezan a intervenir con mayor fuerza en las decisiones corporativas para favorecer a los *stakeholders*, los negocios que eran rentables pueden dejar de serlo, generando mayores perjuicios para

---

<sup>14</sup> Atkins, Peter et. Al. "Social Responsibility and Enlightened Shareholder Primacy: Views From the Courtroom and Boardroom" [Sitio web]. *Skadden, Arps, Slate, Meaher & Flom LLP*.

<sup>15</sup> Latam & Watkins Forum. 6 de noviembre de 2019. "For Whom is the Corporation Managed?" [Archivo de video]. *New York Univerity School of Law*.

<sup>16</sup> Lipton, Martin. 4 de marzo de 2020. "Professor Bebchuk's Errant Attack on Stakeholder Governance" [Blog]. *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*.

los accionistas que los que habrían sufrido si los mismos directores hubiesen asumido compromisos con los *stakeholders* voluntariamente. Para prevenir este estado de cosas, los directores pueden comenzar haciendo interlocuciones del estilo de la realizada en Davos, pero en el largo plazo necesitarán realizar acciones concretas si realmente buscan mantener al regulador lo más lejos posible de sus esferas de decisión.

Dejando de lado el *stakeholderism*, podemos analizar otro asunto de relevancia para el gobierno corporativo, que es el de la compensación de ejecutivos.

### **Compensación de ejecutivos**

El mecanismo clásico para abordar esta temática dentro de una compañía inicia con el *board*, que determina la retribución para los ejecutivos a partir del diseño de compensaciones propuesto por un comité de compensación, que a su vez es mayormente asesorado por una compañía consultora experta en el tema. Dentro de este proceso, el directorio debe definir un mix entre compensación fija (salario y beneficios) y variable (basada en la *performance*), al mismo tiempo que se le encarga decidir la manera en la que se otorgará esa contraprestación (Novick, 2019)<sup>17</sup>. En general, el mix de la compensación está compuesto por dos elementos, efectivo o *equity*. Dentro de esta última puede haber directamente acciones de la compañía, opciones de compra sobre esas acciones, o combinaciones de estos dos componentes (FW Cook, 2019)<sup>18</sup>.

Para tener una referencia concreta, en 2019, el 99% de las compañías en el índice S&P 500 usó el "*stock compensation*" para retribuir a sus directores y el mix entre compensación en efectivo y *equity* fue de 40%-60%, respectivamente (Burton et. Al., 2019)<sup>19</sup>.

Ahora bien, los accionistas no tienen una intervención directa en el proceso de compensación de los directivos, sino que el *board* es quien decide concretamente sobre este asunto. Una forma de intervención, aunque indirecta, se produce cuando se atan los incentivos de accionistas y directores, mediante el pago de una retribución vía *equity*. Además, como destaca Novick (2019), con la adopción del "*Say-on-pay*" los accionistas pueden expresar sus opiniones sobre la compensación de ejecutivos, "*as an advisory vote*" en ocasión de la asamblea ordinaria. De esta forma, los propietarios son consultados en retrospectiva sobre

---

<sup>17</sup> Novick, Barbara. 31 de julio de 2019. "Executive Compensation: The Role of Public Company Shareholders" [Blog]. *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*.

<sup>18</sup> FW Cook. 2019. *Director Compensation Report (2019)*.

<sup>19</sup> Burton, Rebecca et. Al. 17 de noviembre de 2019. "Board Pay Under the Microscope" [Blog]. *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*.

la compensación de los cinco ejecutivos con mayor jerarquía durante los tres ejercicios fiscales anteriores. Y, si bien el rechazo por parte de los accionistas de la compensación pasada no implica directamente un cambio en la compensación actual, esta decisión puede resultar en un futuro voto en contra de los miembros del directorio.

Los CEOs, por su parte, tienen también altos porcentajes de sus retribuciones atadas al valor de las acciones de las compañías que dirigen. De acuerdo con un reporte de Equilar, en promedio las compañías de ese índice retribuyen a sus gerentes generales 49% en “*restricted stock or units*” y 11% en “*stock options*” (lo que suma aquel componente de 60% de compensación con *equity*). Luego del componente accionario, los CEOs son compensados mayormente con bonos atados a la *performance* de la compañía durante el periodo en cuestión, *performance* que se evalúa con métricas financieras; nuevamente atadas a los retornos para accionistas.

Luego de esta breve introducción a algunos conceptos del gobierno corporativo podemos abordar el segundo eje temático de nuestro trabajo, que es la deuda, tema que abordamos en la sección que sigue.

## **B. El financiamiento vía deuda**

Antes de entrar en el tema de la relación entre gobierno corporativo y los acreedores, es necesario que tratemos algunos conceptos relativos a una actividad central en la vida de muchas compañías, que es el financiamiento vía deuda. La relación entre accionistas y gobierno corporativo ha sido muy estudiada, y la relación entre la firma y sus acreedores se ha limitado esencialmente al ámbito de las crisis empresariales. Sin embargo, existen otras dinámicas entre estos dos actores que creemos relevante reseñar y es lo que haremos luego de cubrir estos conceptos fundamentales de la deuda.

### ***Mercados de deuda, sus actores y transacciones***

Los agentes que necesitan tomar deuda pueden recurrir principalmente a *mercados de capitales* o *financiamiento bancario*. En el financiamiento bancario se negocia un acuerdo de préstamo directamente con la institución financiera, mientras que en el mercado de capitales la compañía emite títulos para que los inversores los compren.

Los principales actores del mercado de deuda son el emisor (o sea, el deudor) y los inversores (acreedores), que pueden contactarse *directamente* (si se pide prestado a un banco) o

*indirectamente*, con un intermediario en la forma de bróker o *dealer* (si la compañía prefiere ofrecer sus títulos al mercado).

Hay dos tipos de transacciones en los mercados de deuda: *primarias* y *secundarias*. Las primarias suceden cuando un inversor provee capital al deudor a cambio de un acuerdo de pago de intereses y repago del capital; estas afectan directamente la estructura de capital de los deudores porque hay un flujo de fondos a su favor. En las transacciones secundarias los inversores se compran y venden recíprocamente títulos en el mercado abierto; en estos casos no se afecta la estructura de capital del deudor.

### ***Variables principales del financiamiento vía deuda***

En el financiamiento bancario se negocia un acuerdo entre una compañía y una institución financiera que define el *plazo*, la *tasa de interés* y el *esquema de pagos* del préstamo. Puede haber más de una institución en caso de un préstamo sindicado y los bancos usualmente requieren una *garantía* para asegurar el préstamo. En general, la iliquidez de un préstamo bancario y los riesgos de *default* que asume el banco hacen que esta opción sea más costosa que la emisión de títulos en el mercado.

La *tasa de interés* que el deudor debe pagar se determina en función de una tasa libre de riesgo, la inflación esperada, el plazo el préstamo y la condición crediticia el deudor. A su vez, el deudor puede pagar el interés de tres maneras: (1) con tasa fija, cuando se determina una tasa al momento del inicio de la relación contractual y el deudor hace pagos periódicos aplicando esa misma tasa durante todo el periodo del préstamo; (2) con tasa flotante, cuando la tasa aplicable varía siguiendo a una tasa de referencia o *benchmark* sumada a una prima basada en la calidad crediticia del deudor; (3) a descuento, cuando el título o préstamo es *zero-coupon* (por ejemplo, si el deudor pide un préstamo por \$1000, recibe \$900 al inicio del contrato y al final repaga \$1000 sin pagos de interés durante la vida del instrumento).

Los pagos de principal incluyen *pagos bullet*, *sinking fund* y *opciones de prepago* (*callable debt methods*). El método de *pago bullet* implica que el deudor paga solamente intereses durante el periodo del préstamo y al final devuelve el principal o capital que proveyó el acreedor al comienzo. El *sinking fund* significa una obligación para el deudor de repagar gradualmente el principal durante la vida del préstamo; estas provisiones pueden requerirle al emisor que retire parte de los títulos del mercado, recomprándolos a su valor de cotización o bien a un precio fijado contractualmente de antemano. Las *opciones de prepago* otorgan al emisor la posibilidad de recomprar sus bonos a un precio determinado en el contrato de

emisión, generalmente inferior al precio de mercado; esto es beneficioso para el deudor porque si las tasas de interés bajan podría emitir nueva deuda a menor costo, recomprar sus títulos previamente emitidos con tasas más altas y así reducir su gasto financiero.

### **Clasificación de títulos de deuda**

Los títulos de deuda se pueden clasificar en deuda asegurada o no asegurada. La deuda asegurada es respaldada por algo más que el nombre de la compañía; en general tienen una garantía detrás que fundamenta el pago de una tasa de interés inferior que la deuda no asegurada. Además, dependiendo del activo sobre el cual el acreedor fundamenta su reclamo, la deuda puede ser hipotecaria, colateralizada, garantizada, *debenture* o respaldada con activos (*asset backed securities*):

- La deuda hipotecaria otorga un derecho a liquidar activos determinados (propiedades de la compañía) para satisfacer la pretensión del acreedor, aunque en la práctica esta posibilidad se usa más como herramienta de negociación en reestructuraciones.
- Las compañías sin activos fijos, en general compañías *holding*, pueden garantizar sus deudas emitiendo *collateral trust bonds*. El deudor ofrece cualquier activo (acciones, bonos, etc.) que sean necesarios para asegurar a los inversores, y estos obtienen un derecho sobre esos activos en caso de *default*.
- Los títulos de deuda con garantías emitidas por una entidad distinta del deudor se llaman garantizados. En general una subsidiaria puede obtener una garantía de su controlante.
- Cuando se promete pagar deuda con futuras ganancias derivadas de actividades particulares del deudor, ese título es un *debenture*.
- Un *asset backed security* es una herramienta que permite vender títulos garantizados por créditos a favor de la institución emisora. Los compradores del ABS reciben ganancias derivadas de los intereses y pagos de principal generados por los créditos subyacentes.

Por otro lado, los títulos de deuda se pueden clasificar según el grado de prioridad que tendrían en una reorganización o quiebra. Las categorías *senior* y *junior* son posiciones relativas en tanto la deuda *senior* tiene una prioridad sobre la *junior*. Por ejemplo, la deuda

garantizada con una hipoteca es *senior* a la deuda sin garantía hipotecaria. De la misma forma, la deuda de una subsidiaria es estructuralmente *senior* a la deuda de la controlante, porque los acreedores de una *holding company* están subordinados a las acreencias de los tenedores de deuda emitida por las compañías operativas controladas por aquella *holding*)<sup>20</sup>.

### **Securitización y Credit Default Swaps**

Si bien los dos conceptos del encabezado no tienen una relación directa, nos ayudan a entender algunos paradigmas del financiamiento vía deuda que creemos relevantes.

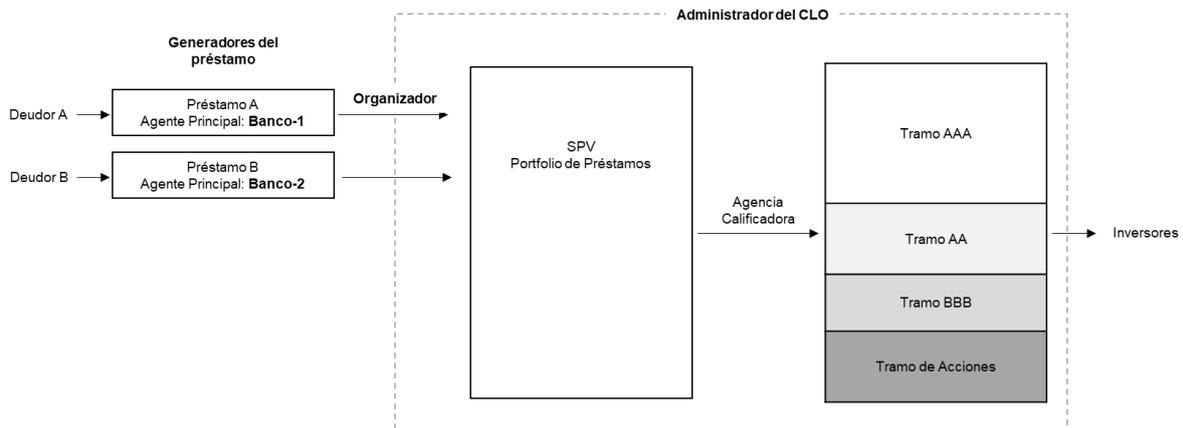
En primer lugar, la securitización consta de agrupar diferentes activos en un vehículo legal que puede emitir instrumentos comercializables, cuyo valor se encuentra respaldado por aquellos activos agrupados (Pistor, 2019, pp. 93)<sup>21</sup>. Su origen comenzó en ocasión de la posguerra prusiana en 1763, cuando los nobles terratenientes de la región debieron hacer frente a la devastación de sus propiedades productivas. En ese contexto, la nobleza no tuvo que esperar a que sus activos físicos se recuperen, sino que aprovechó la posibilidad de ceder derechos futuros sobre los beneficios que eventualmente estas tierras devengarían a cambio de un flujo presente de fondos. Más tarde en el tiempo, también se securitizaron hipotecas residenciales, créditos personales, y hasta flujos de fondos provenientes de otras securitizaciones.

Aplicando el concepto a nuestro tema de estudio, podemos referirnos a la securitización de créditos corporativos. Cuando suceden este tipo de operaciones financieras, se emiten instrumentos llamados *Collateralized Loan Obligations* (CLOs). Debajo podemos ver un esquema que resume su funcionamiento:

---

<sup>20</sup> Citibank, Citibank Asia Pacific Investment Banking & Professional Development Center of Latin America Global Finance. 1994. *Debt Financing*.

<sup>21</sup>Pistor, Katrina. 2019. *The code of capital: How the law creates wealth and inequality*. New Jersey: Princeton University Press.



Fuente: Benmelech et. Al. (2019)<sup>22</sup>

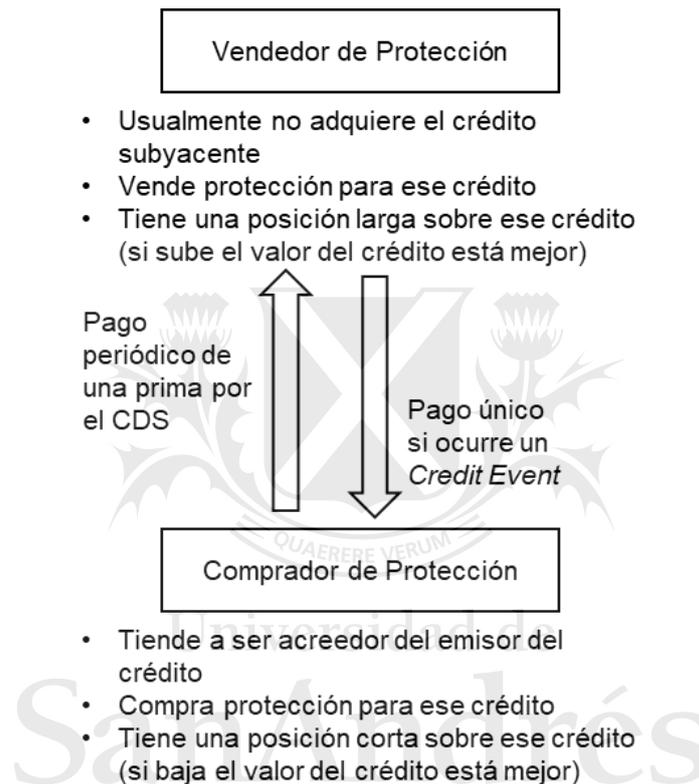
En este tipo de securitizaciones, los bancos generan préstamos con compañías cuyos perfiles de riesgo difieren entre sí, luego los remiten a un vehículo de inversión especial (SPV, en inglés). Este SPV se convierte en “*bankruptcy remote*” respecto de los bancos que otorgaron los préstamos porque separa los riesgos derivados de la condición financiera de esas entidades, neutralizando de esa forma el riesgo de insolvencia de los bancos originadores (Shadab, 2012, pp.1047)<sup>23</sup>, de forma tal que los inversores se deben preocupar solamente por la calidad de los préstamos que conforman el *pool* sujeto a securitización (Pistor, 2019, pp.24). Pero como contraposición se deriva que estos inversores solamente tendrían un recurso contra el SPV, y no contra las entidades financieras que otorgaron aquel préstamo. Después de recibir los préstamos en ese SPV, el Administrador del CLO los agrupa en un *portfolio* que tiene varias partes de diferentes préstamos. El siguiente paso es que una agencia de calificación de crédito valide una clasificación de estos préstamos en tramos definidos a partir de características de riesgo similares. Esto permite una mayor transparencia a la hora de comercializar el instrumento, y una customización superior, en tanto inversores con diferentes perfiles de riesgo pueden acceder a tramos distintos del mismo CLO, lo cual les otorgará una prioridad diferente sobre los flujos de fondos del SPV. Posteriormente, los inversores adquieren valores negociables, típicamente llamados *asset backed securities*, porque están respaldados por otro activo que es el préstamo y en particular los flujos de fondos del principal e intereses.

El otro instrumento financiero que queremos abordar es lo que se llama *Credit Default Swaps* (“CDS”) que son contratos mediante los cuales un vendedor de protección (Parte A) acuerda,

<sup>22</sup> Benmelech, Efraim et. Al. 2012. "Securitization without adverse selection: The case of CLOs", *Journal of Financial Economics*, 106(1): 91-113.

<sup>23</sup> Shadab, Houman. 2012. "Credit Risk Transfer Governance: The Good, the Bad, and the Savvy", *Seton Hall Law Review*, 42(3): 1009-1080.

a cambio de un pago o una comisión del comprador de protección (Parte B), asumir el riesgo de crédito respecto de cierta obligación de deuda de un deudor determinado. Si sucede un evento de crédito (como un incumplimiento o quiebra) respecto de aquel deudor determinado, la Parte A deberá pagarle a la Parte B una suma determinada en función del valor de la obligación de deuda después del *default*, o bien comprarle a la Parte B esa obligación a su valor nominal total (Schwarcz, 2020)<sup>24</sup>. Debajo se puede ver el esquema que representa esta transacción típica.



Fuente: PIMCO (2017).<sup>25</sup>

Tratamos estos dos temas juntos porque tanto la securitización como la entrada en un acuerdo del tipo *CDS* son considerados formas de transferir riesgo de crédito. El riesgo de crédito está relacionado con las posibilidades de incumplimiento de los términos del acuerdo en perjuicio del acreedor. Esto puede darse en el caso extremo de la quiebra del deudor, pero también en casos más usuales como el de un retraso en el cumplimiento de los pagos, o bien

<sup>24</sup>Schwarcz, Steven. 2020. "Regulating Derivatives: A Fundamental Rethinking", *Próximamente en Duke Law Journal* Vol. 70.

<sup>25</sup> Understanding Investing. 2017. "Credit Default Swaps" [Sitio web]. *Pacific Investment Management Company (PIMCO)*.

cuando ciertos ratios financieros del deudor se salen de los niveles predeterminados por los *covenants*.

Dado que estas situaciones de realización de eventos crediticios no son extrañas, un acreedor tendría incentivos para transferir riesgos de crédito de esta forma cuando considere que su exposición a aquel riesgo dejó de ser viable en términos económicos. Otra razón para tal medida sería la necesidad de tomar una posición en uno de esos instrumentos para concretar una estrategia de inversión determinada. Por su lado, las entidades financieras tienen otra razón para usar estos instrumentos, en tanto pueden servirles para bajar el capital regulatorio necesario; pues, al sacar ciertos activos riesgosos de sus balances pueden reducir el nivel de capital mínimo y aumentar los fondos prestables *vis a vis* la situación antes de su transferencia.

### **Concluyendo una definición de Debt Financing**

La *American Bar Foundation* destaca en su *Indenture* comentado del 1971 (citado en el precedente *Broad v. Rockwell*)<sup>26</sup> que el financiamiento vía deuda tiene tres características fundamentales: (1) la falta de *upside* para los acreedores que tengan títulos comprados a la par o sobre la par y no convertibles a acciones; (2) la primacía contractual de los derechos de los acreedores; y (3) la potencial multiplicidad de tenedores de los títulos de deuda.

Primero, la falta de *upside* para los acreedores es la razón por la que el acreedor se preocupa tanto por asegurar que el principal e intereses se paguen en el momento debido, pues como afirma el comentario

*The lender (the purchaser of the debt security) can expect only interest at the prescribed rate plus the eventual return of the principal. Except for possible increases in the market value of the debt security because of changes in interest rates, the debt security will seldom be worth more than the lender paid for it, provided he bought it at approximately its face amount. It may, of course, become worth much less.*

Segundo, el comentario de la *American Bar Foundation* destaca que la primacía contractual de los derechos de los acreedores es relevante porque:

---

<sup>26</sup> David Broad et. Al. v. Rockwell International Corporation et. Al. 642 F.2d 929 (United States Court of Appeals, Fifth Circuit. 1981).

*There is no governing body of statutory or common law that protects the holder of unsecured debt securities against harmful acts by the debtor except in the most extreme situations. Short of bankruptcy, the debt security holder can do nothing to protect himself against actions of the borrower which jeopardize its ability to pay the debt unless he takes a mortgage or other collateral or establishes his rights through contractual provisions set forth in the debt agreement or indenture.*

Tercero, se destaca que los múltiples tenedores de deuda no tendrían un mecanismo para tomar acciones colectivas. Estos procedimientos, como los mecanismos para transferencia e intercambio de los títulos son regidos contractualmente. Esto difiere de las condiciones de emisión de acciones, donde existen varios derechos sustantivos y procedimentales incorporados al corpus de derechos del accionista por vía del derecho societario.

Habiendo cubierto estos tres puntos cruciales de la deuda, otro concepto relevante para entender el financiamiento con deuda es el de escudo fiscal o ahorro impositivo por pago de intereses. Supongamos el caso de dos firmas, *Alpha* y *Beta*, asumamos (i) que *Beta* no ha pedido prestado; (ii) que *Alpha* debe pagar 5% de intereses sobre una deuda de \$1,000; y (iii) que ambas compañías tienen la misma ganancia antes de intereses e impuestos y una tasa impositiva del 35%. Luego, sus estados de resultados se verán de esta forma:

	<i>Alpha</i>	<i>Beta</i>
Ganancias antes de intereses e impuestos	\$2,000	\$2,000
Pago de intereses	(50)	-
Ganancia antes de impuestos	1,950	2,000
Impuesto al 35%	(682.5)	(700)
Ganancia para los accionistas	1,267.5	1,300
Ganancia para accionistas y acreedores	1317.5 (1,267.5+50)	1,300 (1,300+0)
Escudo fiscal (0.35 x Intereses)	17.5	0

En resumen, este escudo fiscal es un subsidio encubierto porque al deducir el pago de intereses de la ganancia sujeta a impuestos, el gobierno estaría asumiendo parte de los costos de *Alpha*. Veamos que entonces la posibilidad de deducir los intereses agranda el ingreso total que puede pagarse a accionistas y bonistas. Llevado al extremo, esto fundamentaría que una compañía se financie 100% con deuda por sus beneficios fiscales. Pero esto no se cumple y lo que se llama "*trade-off theory*" lo explica. Pues, resulta que existe

un punto en el cual los beneficios del escudo fiscal son superados por los costos de una potencial quiebra derivada de un exceso de endeudamiento.

Finalmente, podemos agregar que a una compañía le conviene endeudarse, en términos financieros, si puede usar los fondos que le presten para obtener retornos mayores que el costo del endeudamiento (Hamilton et. Al., 2010, pp. 295)<sup>27</sup>. Una compañía con proyectos más riesgosos tendrá que pagar una tasa de interés más elevada para endeudarse, porque los acreedores prevén mayores posibilidades de incumplimiento y buscan compensar ese riesgo con retornos más altos. Además, si el acreedor quisiera minimizar su exposición al riesgo de incobrabilidad, prestará fondos a un menor plazo o exigirá repagos parciales durante la vida del préstamo. Por otro lado, el acreedor podrá resguardar su capital si exige el establecimiento de una garantía a su favor, lo cual lo sitúa por encima del resto de los acreedores en caso de un incumplimiento de su acreencia.

### C. Combinando gobierno corporativo y deuda

Los acreedores aportan fondos a las compañías a cambio de un derecho sobre una parte de los flujos que esta genere en el futuro. Con este financiamiento, la administración puede realizar decisiones operativas y de inversión. Esas decisiones determinan, en el presente, la realización de aquellos flujos futuros. Y, por lo tanto, los procesos de toma de decisión de la administración serán objeto de escrutinio para los acreedores. Entonces, tal como afirman Fox et. Al. (2016)<sup>28</sup>, un sistema de gobierno corporativo bien diseñado es importante porque puede aumentar el valor del negocio de la compañía y consecuentemente el de esos derechos en manos de acreedores. En particular, los autores destacan que

*“Investors provide to a corporation the funds with which it acquires real assets. The investors receive in return a financial claim (securities) on the corporation’s future cash flows. The size of these future cash flows then depends importantly on management’s choice of what real assets to acquire and how well these assets are managed over time”*  
(pp. 328).

Como hemos visto, tanto acreedores como accionistas financian a la compañía, pero la diferencia entre estos dos actores radica en que los acreedores no tienen lo que se llama *upside*. Es decir, su ganancia está limitada superiormente por la recuperación del monto de

---

<sup>27</sup>Hamilton, Robert; Macey, Jonathan et. Al. 2010. *Cases and Materials on Corporations Including Partnerships and Limited Liability Companies*. Minnesota: West Thomson Reuters.

<sup>28</sup>Fox, Edward et. Al. 20126. "Economic Crisis and the Integration of Law and Finance", *Columbia Law Review*, 116 (2): 325-408.

capital que han prestado a la compañía y los intereses que se devenguen en el plazo del préstamo. Sin importar cuanto crezca o cuanto más gane su deudor, la ganancia para el prestamista está determinada *ex ante*. En cambio, la ganancia de los accionistas tiene *upside* porque, mientras mejor se desarrolle la compañía, más dividendos podrán recibir en el futuro y mayor será el valor de sus acciones en el mercado. Esta diferencia nos hace ver que existe un conflicto entre los intereses de los accionistas y de los acreedores que pasamos a abordar con mayor precisión.

Para comenzar, veamos una definición de sociedad o compañía y luego un modelo de valuación simple. Tal como la definen Jensen y Meckling (1976)<sup>29</sup>, una compañía es una forma de ficción legal que sirve como nexo para relaciones contractuales, caracterizada por la divisibilidad de derechos residuales sobre sus activos y flujos de fondos. Esta divisibilidad es clave para entender el conflicto que existe entre los accionistas y los acreedores de una misma compañía. Para comprenderlo, abordamos el asunto mediante la exposición de una teoría de valuación propuesta por Merton (1974, p. 452)<sup>30</sup>.

Merton empieza planteando el caso de *Alpha*, una firma que vale  $V$  y tiene una estructura de capital compuesta por: (1) una única serie de bonos (deuda) y (2) una única clase de acciones (*equity*). Además, el *management* es elegido por los accionistas y entonces debe actuar a favor de los intereses de aquellos. Por otro lado, *Alpha* es una firma formada bajo un régimen de responsabilidad limitada de los accionistas (*i.e.*, una forma societaria estilo sociedad anónima, que no implique responsabilidad ilimitada de los socios).

En este sentido, Merton propone que el contrato de emisión de los bonos dice lo siguiente:

- i. *Alpha* pagará a los bonistas una suma de  $B$  dólares en el momento  $T$ ;
- ii. Si *Alpha* no cumple i., los bonistas tomarán control de la *Alpha* sin dar nada a cambio a los accionistas;
- iii. *Alpha* no podrá emitir deuda con rango de preferencia igual o superior a la deuda en manos de los bonistas, ni podrá pagar dividendos en efectivo o recomprar acciones antes de  $T$ .

---

<sup>29</sup> Jensen, Michael y Meckling, William. 1976. "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, 3(4): 305-360.

<sup>30</sup> Merton, Robert C. 1974. "On the Pricing of Corporate Debt: The Risk Structure of Interest Rates", *The Journal of Finance*, 29(2): 449-470.

De estas condiciones se derivan algunas conclusiones necesarias para los fines de este trabajo. Primero, ¿Qué debería pasar para que *Alpha* pague su deuda? Básicamente, hay pago si el valor de *Alpha* ( $V$ ) es mayor que el de la deuda ( $B$ ). En ese caso se puede pagar  $B$  a los bonistas y el valor residual de la compañía ( $V-B$ ) es mayor que cero. Si no hay pago, las acciones de *Alpha* valdrían cero porque se ejecutaría la cláusula ii. del contrato de deuda y los bonistas tomarían control. Como los accionistas están mejor con acciones que valgan algo más que cero, entonces pagan.

Por otro lado, los accionistas nunca aceptarían que sus acciones valgan menos que cero. Esto sucedería si el valor de *Alpha* ( $V$ ) es menor que  $B$ . Si eso pasara, los accionistas deberían hacer un aporte igual a la diferencia entre el monto de la deuda y el valor de *Alpha* ( $B-V$ ) para pagar a los bonistas. En ese caso, *Alpha* preferiría incumplir la obligación de pago (*i.e.*, otorgar el control a los bonistas). De esa forma los accionistas evitan el aporte.

En conclusión, el valor de la deuda al momento  $T$  es el mínimo entre dos valores  $B$  o  $V$ :

Acción	Condición	Valor de la deuda
Cumplimiento del contrato	$B < V$	El valor de la deuda es menor al de la compañía, entonces se cumple y hay pago. Aquí la deuda vale $B$ .
Incumplimiento del contrato	$B > V$	La firma debe más de que lo vale, entonces se entrega <i>Alpha</i> en lugar de pagar $B$ . Aquí la deuda vale $V$ .

Como pudo verse, una estructura de capital que incluye deuda y *equity* trae consigo un conflicto entre los intereses de los acreedores y de los accionistas. El conflicto radica en que la ganancia de los acreedores está acotada superior e inferiormente, mientras que la de los accionistas solo lo está inferiormente. Es decir, mientras más crezca el valor de la compañía (en el ejemplo de Merton,  $V$  de *Alpha*), más ganan los accionistas, pero los acreedores no ven modificado el monto pactado de antemano en el contrato de préstamo (en el ejemplo de Merton, el valor de la deuda al vencimiento  $B$ ). Por lo tanto, los accionistas querrán que el valor de la compañía crezca lo más posible, llevando a los administradores a tomar decisiones que favorezcan ese objetivo, en algunos casos con riesgos muy altos. Los acreedores, a su turno, preferirán que su deudor mantenga el perfil de riesgo original, lo cual limitará las posibilidades de crecimiento en pos de mayor previsibilidad y posibilidades de recobro de su inversión. En el caso del emisor argentino, esta podía verse con la tensión entre (i) la voluntad

de expansión del accionista a Estados Unidos y (ii) el *covenant* restrictivo que requería el consentimiento de los acreedores para expandirse.

Para terminar de graficar esta situación, veamos algunos casos que nos hablan de la existencia de un conflicto entre los intereses de acreedores y accionistas<sup>31</sup>.

### **Traslación de riesgos**

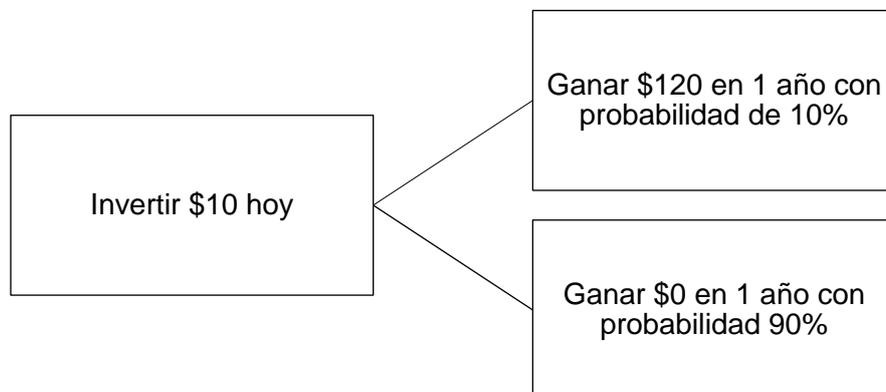
Primero, el caso de una compañía cuyo accionista es también administrador y que emitió bonos por \$50, con vencimiento en un año. En este momento, su balance a valores contables se ve de esta forma:

Activo \$100	Bonos emitidos \$50 Acciones comunes \$50
Activos totales: \$100	Valor total: \$100

Y a valores de mercado, es decir con las cotizaciones de mercado de las acciones y bonos a este momento, su balance se ve de la siguiente forma:

Activo \$30	Bonos emitidos \$25 Acciones comunes \$5
Activos totales: \$30	Valor total: \$30

Como puede verse, la compañía no está en default porque su deuda vence en un año, pero dado que sus activos a valor de mercado (\$30) no son suficientes para afrontar el pago de la (\$50), se encuentra en una situación complicada en términos financieros. En este caso, la



<sup>31</sup> Brealey, Richard et. Al. 2012. *Principles of corporate finance*. New York: McGraw-Hill Education. (pp-471 y siguientes)

empresa tiene un año para mejorar la situación. Dado que el accionista controla la inversión y operación de la empresa, todavía tiene una chance de salvar su capital. Esto sucedería solamente si logra que el valor de la compañía supere los \$30 actuales a más de \$50. De otra forma, ejerce la opción de incumplir, y el acreedor se queda con la firma. Naturalmente, una inversión que le permita salir de esta situación conllevará riesgos proporcionalmente altos, por ejemplo, la siguiente oportunidad:

Una posibilidad como esta podría tener un valor actual neto negativo que haga bajar todavía más el valor de la empresa<sup>32</sup>. Pero a pesar de eso, el administrador estaría dispuesto a afrontar este riesgo. Por lo tanto, un administrador que actúe en beneficio de los intereses de su accionista (y en contra del de los acreedores) favorecería proyectos riesgosos sobre los más seguros. Este ejemplo es más claro en una compañía que tiene poco por perder, porque hay mayores incentivos para tomar proyectos con riesgo superior y una recompensa posible más alta. Más adelante veremos qué herramientas tienen los acreedores para limitar esta discrecionalidad que beneficia a los accionistas.

### ***Evitando contribuciones de capital***

Recordemos que el accionista de la compañía de arriba solamente podía salvarse si el valor de su empresa sube por arriba de \$50. De otra forma, el acreedor toma el control y lo deja sin nada. Ahora bien, supongamos que no existe la posibilidad de inversión de arriba (que genera una posibilidad de salvataje concreta, aunque riesgosa) y que solamente se puede invertir en un activo relativamente seguro. Este activo cuesta \$10, pero genera un retorno con valor presente \$15, entonces tiene un valor neto actual positivo de \$5, de forma que la compañía técnicamente sigue en una situación compleja, pero mejor que antes. El accionista, entonces, podría realizar un aporte de \$10 y aceptar el proyecto. Si esto sucediera, el balance a valores de mercado de la compañía pasaría a verse de esta forma:

Activo \$45 (30 + 15)	Bonos emitidos \$33= (25 + 8) Acciones comunes \$12= (5 + 7)
Activos totales: \$45	Valor total: \$45

<sup>32</sup> Con valor actual neto nos referimos a la diferencia entre el flujo de inversión negativo que se produce al comienzo y el valor presente de los flujos de fondos futuros. Si el riesgo es alto, la tasa de descuento de los flujos futuros es superior, haciendo que una unidad monetaria de ganancia al final del proyecto tenga un valor presente menor que en el caso de una unidad derivada de un proyecto con menos riesgo. Esto podría castigar tanto a los flujos futuros del proyecto riesgoso de manera tal que el flujo de inversión que se realiza al principio los supere en valor actual. El *management* estaría dispuesto a aceptar un Proyecto así si fuera la única ventana para rescatar a la compañía, incluso a costa de un menor recupero posible para el acreedor.

El valor de la firma sube en \$15 (\$10 extras por el capital nuevo y \$5 por el valor actual neto de la inversión segura). Como puede verse, el valor de los bonos en el mercado subió \$8 (de \$25 a \$33) porque la firma tiene un activo seguro que vale \$15; la probabilidad de default ha bajado y el pago a los bonistas en caso de incumplimiento es mayor. Por otro lado, el accionista pierde lo que los bonistas ganan, puesto que el valor de las acciones no suben en \$15, sino en  $(15 - 8) = \$7$ . El accionista aporta \$10 de capital y recibe una ganancia de \$7 por valores de mercado. Lo que demuestra este caso es que aceptar esta propuesta implica crecimiento de valor para la compañía, pero no un beneficio para su dueño. Lo que sucede es que, al mantener el perfil de riesgo de la compañía, una suba en su valor es compartida por accionistas y acreedores, porque los beneficios de cualquier oportunidad de inversión se deben compartir entre ambos actores. De esa forma, los accionistas no se benefician personalmente aportando capital nuevo en este contexto y probablemente no realicen ese aporte a pesar de los beneficios que produce para los acreedores.

### ***Políticas contables y el caso de “bait and switch”***

Otra situación similar de conflicto de intereses entre deudores y acreedores se produce cuando una firma está al borde de la crisis y necesita tiempo para remontar su actividad. Los acreedores querrán recuperar lo que más puedan forzando el pago de lo que se les debe, mientras que los accionistas del deudor querrán postergar esta exigencia lo más posible para ganar tiempo y solucionar la crisis. Una manera de hacerlo es imponiendo cambios en la política contable para mostrar una magnitud reducida de las complicaciones verdaderas, o mediante reducciones de gastos en mantenimiento, investigación y desarrollo u otras fuentes de erogaciones que son funcionales a resultados de mediano y largo plazo pero que complican el corto plazo.

Por último, el caso que Brealey comenta se denomina “*Bait and switch*” y consiste en que una sociedad adopte una política de endeudamiento conservadora emitiendo deuda en poca magnitud y con bajo riesgo. Repentinamente, la compañía podría cambiar su política y emitir mucha más deuda, y así lograr que todo el pasivo se haga más riesgoso de forma de imponer una pérdida de capital a los acreedores más antiguos (aquellos que habían prestado sus fondos a una firma mucho menos endeudada y más cautelosa).

Todo lo que dijimos arriba es relevante, y las compañías que proveen fondos en los mercados consideran especialmente estos factores cuando estructuran un contrato de deuda. Pero además debemos pasar de un análisis centrado en los derechos sobre flujos de fondos (*i.e.*, tiempo para el repago, tasa de interés, los efectos sobre un *default*) hacia el estudio de los

derechos de control. Pues, “*lending contracts not only set cash flow rights, but also often provide a basis by which the lender can affect and constrain management’s exercise of the control that it enjoys over the company*” (Rasmussen, 2017, pp. 9)<sup>33</sup>. Pero en este ámbito debemos ser cuidadosos, en tanto los derechos de control previstos en los contratos de deuda no se trasladan directamente a favor del acreedor. Por el contrario, lo que sucede es que después de la previsión de este tipo de cláusulas en el contrato de deuda, el acreedor tendrá cierta *influencia* en la manera en que esos derechos de control son ejercidos por la firma deudora. ¿De qué manera estos acuerdos contractuales afectan al ejercicio de los derechos de control? Nuestra lectura es que esta afectación se puede generar de dos maneras: directa e indirecta. Nos avocaremos a describir esta interpretación en la sección que sigue.

### **III. EL CONTRATO DE DEUDA: INTERVENCIONES DIRECTAS E INDIRECTAS EN EL GOBIERNO CORPORATIVO DEL DEUDOR**

Luego de haber analizado los elementos básicos del gobierno corporativo y del *debt financing* en la sección II., comenzaremos esta sección III. con el estudio de un momento particular de la relación entre ambos conceptos. Nos referimos al primer encuentro entre acreedor y deudor, que se produce en la negociación contractual de la deuda. Creemos que este es el primer punto de contacto porque es allí cuando el acreedor define las condiciones bajo las cuales comprometerá fondos propios para que la firma deudora los use con más o menos discrecionalidad. Estos usos de los fondos recibidos serán la excusa para que el acreedor intervenga en el gobierno corporativo del deudor, porque su intervención en el proceso de toma de decisiones será clave para resguardar su posición.

En el estudio de la negociación contractual nos focalizaremos en la descripción de dos tipos de acuerdos: reglas y estándares, y veremos cómo difieren los incentivos generados por cada uno de ellos. Luego de ese planteo genérico, nos interesa analizar la lógica detrás de la inclusión de cláusulas propias de este tipo de contratos, que son llamadas *covenants*. Como veremos, este tipo de acuerdos representan una herramienta fundamental para que los acreedores logren intervenir en el gobierno corporativo de sus deudores.

Ahora bien, ¿por qué el foco en los contratos? Básicamente porque, en mayor medida en el *common law*, aunque también en nuestro régimen continental, los derechos de los acreedores

---

<sup>33</sup> Rasmussen, Robert. 2017. "Taking Control Rights Seriously", *University of Pennsylvania Law Review*, 166: 1749-1778.

tienen un rasgo eminentemente contractual. Pues, más allá del régimen aplicable a situaciones extremas como la quiebra, como bien reseña la *American Bar Association*:

*The debt securityholder can do nothing to protect himself against actions of the borrower which jeopardize its ability to pay the debt unless he takes a mortgage or other collateral or establishes his rights through contractual provisions set forth in the debt agreement or indenture*<sup>34</sup>

Por esta razón dedicaremos esta tercera sección a estudiar de qué manera es que ciertas cláusulas típicas de los contratos de deuda terminan permitiendo que los acreedores intervengan en el gobierno corporativo de sus deudores, clasificando a estas formas de intervención en dos tipos: indirectas e directas.

Primero, las intervenciones indirectas se generan vía cláusulas que no tienen relación unívoca con asuntos normalmente conectados con el gobierno corporativo, aunque de una forma u otra desembocan en la capacidad del acreedor para levantar su voz en ciertas decisiones que, de hecho, están efectivamente enmarcadas en mecanismos de gobierno corporativo. Por ejemplo, con la inclusión de una cláusula de prohibición de “venta de todos o sustancialmente todos los activos”

Segundo, las intervenciones directas se generan cuando el contrato de deuda contiene provisiones relacionadas inmediatamente con el gobierno corporativo, y expresamente permiten que los acreedores tengan cierto grado de intervención en estos asuntos. Por ejemplo, en el caso de la compensación de ejecutivos.

#### **A. El contrato como herramienta principal: reglas y estándares**

En el marco de la negociación contractual, las partes pueden elegir si sus relaciones se regirán por reglas o por estándares. Las reglas ofrecen una guía clara respecto de cuáles son las conductas permitidas u obligatorias, y las consecuencias de su incumplimiento, casi sin dejar lugar a interpretación fuera de la letra de ese acuerdo. Un estándar, en cambio, presenta un principio a seguir para dar cumplimiento con cierta obligación, cuya definición puede depender de la lectura e interpretación de los hechos bajo análisis.

---

<sup>34</sup> Kennedy, Joseph. 1972. "Commentaries on model debenture indenture provisions - 1965 model debenture indenture provisions - All registered issues - 1967 and certain negotiable provisions which may be included in a particular incorporating indenture", *The Business Lawyer*, 27 (4): 1301-1304

Las reglas fijadas en el contrato determinan casos concretos a los que aplican ciertas consecuencias; mientras que los estándares dejarán lugar a casos no previstos en el contrato, porque la apertura del lenguaje que los caracteriza admite dicha aplicación por analogía. Por ejemplo, supongamos un contrato de préstamo con una cláusula que dice “el deudor tiene prohibido desplazar de su rol *al CEO y al CFO*, salvo en caso de que dichos sujetos violen alguna ley o normativa de cumplimiento obligatorio, y tengan una sentencia firme en ese sentido”. Es claro que, en este caso, solamente esto aplica al CEO y al CFO de la compañía. Pero veamos que si la cláusula dijese “el deudor tiene prohibido desplazar de su rol a los *empleados esenciales*, salvo en caso de que dichos sujetos violen alguna ley o normativa de cumplimiento obligatorio, y tengan una sentencia firme en ese sentido”. En este caso, la esencialidad de un empleado puede definirse de muchas maneras, e incluso ante una misma definición aplicada al mismo empleado, alguien podría decir que ese empleado es esencial, mientras que otro interprete podría afirmar lo contrario.

Por lo tanto, al usar una regla se gana previsibilidad, pero se pierde flexibilidad. Mientras que el uso de un estándar ahorra costos de negociación en etapas iniciales de la relación contractual, aunque aumenta el riesgo de un desacuerdo en el futuro por interpretaciones incompatibles con la misma cláusula. A pesar de las complicaciones inherentes a cada herramienta, el valor de su aplicación radica en el potencial de coordinación que ofrecen.

Esta coordinación es necesaria porque en el momento en que el acreedor transfiere los fondos a favor de su deudor, este último asume ciertas obligaciones previstas en el contrato de préstamo y en consecuencia surge un costo de agencia porque, como resume Triantis (2013, p. 2042) los administradores, como agentes de los accionistas, probablemente (a) descarten inversiones con bajo riesgo, aunque rentables (“subinversión”); (b) inviertan en proyectos riesgosos (“sobreinversión” o “alteración del riesgo”); (c) incurran en deuda adicional para apalancar todavía más al capital propio de la firma; y (d) distribuyan riqueza de la compañía a favor de los accionistas, mediante dividendos o recompra de acciones<sup>35</sup>.

Para reducir esos costos, las partes del contrato de deuda pueden prever *covenants* que prohíban o limiten ciertas acciones del deudor, como la venta de activos, una fusión, o la toma de más deuda. Si bien esto reduciría los costos de agencia de la deuda, también crea costos de oportunidad y por eso es una solución “*second best*” para ambas partes del contrato. Estos costos de oportunidad concretamente se generan cuando el covenant en cuestión produce sobre o sub-inclusiones. Este fenómeno es una característica natural de las reglas y no de

---

<sup>35</sup> Triantis, George. 2013. "Exploring the Limits of Contract Design in Debt Financing", *University of Pennsylvania Law Review*, 116: 2041-2061.

los *covenants per se*, pues, como destaca Sunstein (1995, pp. 969) “*read literally, rules are generally overinclusve and underinclusive if assessed by reference to their purposes. There is always a gap between the justification for a rule –usually taking the form of a standard– and the rule itself*”<sup>36</sup>.

En la práctica, por lo tanto, la mera existencia de reglas podría significar tanto el descarte de decisiones de inversión que sería beneficioso aceptar (por estar vedadas por el acuerdo de préstamo; *i.e.*, sobre-inclusión), como la aceptación de otros proyectos que deberían descartarse (porque el *covenant* aplicable no regula una situación como esa; *i.e.*, sub-inclusión).

Triantis (2013, p. 2045) afirma que hay dos mecanismos para reducir los costos de este tipo de provisiones: el uso de estándares y los derechos contingentes a tomar control. A continuación, veremos ambas herramientas separadamente para lograr una mejor comprensión.

Por un lado, (1) el uso de estándares permitiría que una corte determine *ex post* si una decisión corporativa fue en contra o no de un determinado *covenant*. Por lo tanto, se usará un estándar si el costo de negociar una regla muy específica es mayor que el costo de un potencial error de juzgamiento en una sentencia futura. Además, la implementación de estándares resuelve “*the limits of the human imagination or the politics of the particular transaction*”. Las partes aceptan esta limitación y redactan un contrato “*broadly and vaguely enough to bring such cases within the provision’s arguable scope. Such drafting implicitly invites judicial intervention to establish the provision’s precise parameters*” (Bratton, 1984, pp. 384)<sup>37</sup>.

Por lo tanto, el análisis costo beneficio anterior a la inclusión de un estándar dentro de un *covenant* de un contrato de deuda es crucial, incluso *considerando* que

*What distinguishes debt contract relationships from many other contractual relationships is the narrow scope of judicial discretion permitted in the usual interpretation case under prevailing norms. The norms protect expectations, and the debt contract’s exhaustive nature and clear drafting tend strongly to indicate where expectations lie. The parties remain the primary law-givers (Bratton, 1984, pp.407).*

---

<sup>36</sup> Sunstein, Cass. 1995. "Problems with Rules", *California Law Review*, 83(4): 956-1021.

<sup>37</sup> Bratton, Willian. 1984. "The Interpretation of Contracts Governing Corporate Debt Relationships", *Cardozo Law Review*, 5: 371-407.

Pues, veamos un caso clásico debatido en las cortes americanas: ¿Qué constituye venta o disposición de “*All or Substantially All Assets*”? Esta pregunta es central para los casos que buscan determinar si se dispara o no la cláusula de obligación del sucesor o *Successor Obligor*. Su inclusión en contratos de deuda hace que el adquirente de *todos o sustancialmente todos los activos* del deudor asuma la deuda regida por el acuerdo que prevea el *Successor Obligor*. Este lenguaje tiene dos beneficios; por un lado, protege al acreedor, que no queda desposeído de los activos que hubieren sido la fuente principal de renta al momento de la celebración del contrato. Y, por otro lado, otorga flexibilidad al deudor, quien puede disponer de activos menores y tomar decisiones corporativas relevantes sin intervención del acreedor.

Sin embargo, la misma virtud de este lenguaje es su defecto, en tanto la apertura que presenta queda a merced de interpretación judicial. Por ejemplo, esto puede suceder cuando una de las partes considera que hubo venta de “*todos o sustancialmente todos los activos*” y la otra parte considera lo contrario. O bien puede ocurrir si se presenta una situación muy particular, como la sucesiva disposición de activos diferentes en momentos distintos del tiempo, ante lo cual una parte alega que eso constituye venta de *todos o sustancialmente todos los activos* de la compañía, mientras que la otra parte no lo interpreta así. Esto último sucedió, entre otros, en el caso *Liberty Media v. Bank of New York*<sup>38</sup>. En los hechos, Liberty realizó una serie de disposiciones de unidades de negocio entre 2004 y 2011, cuando un grupo de bonistas alega que la última venta de dos unidades termina de consumar, en agregación con el resto de las transacciones, la disposición de *todos o sustancialmente todos los activos* de Liberty. Una corte de Delaware rechazó el planteo de los acreedores al considerar que no se dieron los requisitos para agregar las operaciones cuestionadas, en tanto

*Following a consistent business strategy and deploying signature M&A tactics does not transmogrify seven years of discrete, context-specific business decisions into a single transaction. Liberty has engaged in acquisitions and divestitures as part of the regular course of its business. Liberty did not engage in an “overall scheme” to sell substantially all of its assets.*<sup>39</sup>

Además, fundándose en precedentes aplicables, los jueces destacaron que habría agregación si se pasaran tres *tests*: (1) el del *resultado final*, presente si “*it appears that a series of separate transactions were prearranged parts of what was a single transaction*”, (2) el de la *interdependencia*, cuya constatación se da si “*the steps are so interdependent that the*

---

<sup>38</sup> The Bank of New York Mellon Trust Company v. Liberty Media Corporation. 284 (Supreme Court of Delaware. 2011).

<sup>39</sup> The Bank of New York Mellon v. Liberty Media Corporation (2011). Pp. 34.

*legal relations created by one transaction would have been fruitless without a completion of the series”, y (3) el del compromiso vinculante, verificado si “at the time of the first step is entered into, there was a binding commitment to undertake the later steps”<sup>40</sup>.*

Recapitulando, para solucionar el problema de la sub o sobre inclusión de los *covenants* de contratos de deuda, las partes pueden incluir *covenants* con estándares como el de “*All or Substantially All Assets*”. El uso de estos estándares podría generar complicaciones cuando interviene un juez que determinará si hubo o no violación de ese *covenant*.

Como conclusión de esta sección podemos decir que es usual que las partes de una relación crediticia acuerden ciertos derechos o beneficios contractuales para el acreedor, con miras a asegurar su posición. Estos derechos pueden cristalizarse mediante garantías concretas, como en el caso de una hipoteca o una prenda, o bien mediante ciertas cláusulas del acuerdo que permiten la intervención del acreedor en el manejo de la firma que le pidió prestado. Estas intervenciones podrán pactarse con un menor o mayor grado de intensidad dentro de cada contrato de deuda, y eso dependerá tanto del nivel de exigencia del acreedor, como de la disposición del deudor a ceder ciertos derechos típicamente exclusivos para su persona.

Como regla, una compañía podría decidir cuándo disponer de sus activos, si prefiere cambiar el rumbo de su negocio, o bien si reinvierte las ganancias obtenidas en un cierto periodo *vis a vis* distribuir dividendos a sus accionistas o recomprarles acciones. Ahora, en la realidad, si la firma tomó deuda, estas libertades están fuertemente limitadas. El acreedor seguramente condicionó varias de estas decisiones a su aprobación o al cumplimiento o mantenimiento de ciertos requisitos de las finanzas del deudor. Estas condiciones son intervenciones en la administración del deudor, y lo son en algunos casos, a su gobierno corporativo.

Para simplificar el análisis de este asunto proponemos clasificar a las intervenciones en directas e indirectas. Pensemos en el contrato de deuda, allí pueden pactarse dichos condicionamientos para proteger al acreedor. En ese marco, cuando la condición o el poder de intervención se formula respecto de un tema típicamente abordado en el marco del gobierno corporativo, la intervención será directa. Por ejemplo, la decisión de fusiones y adquisiciones de una compañía, que debe contar con la aprobación del *board*, o bien las decisiones de compensación de ejecutivos, que son naturalmente procesos complejos en los que diferentes *stakeholders* tienen un rol determinado. Queremos decir que, cuando el

---

<sup>40</sup> The Bank of New York Mellon v. Liberty Media Corporation (2011). Pp. 19.

contrato le otorgue de manera explícita una incidencia concreta al acreedor dentro de este tipo de procesos decisorios, entonces allí la intervención es directa.

En cambio, la intervención será indirecta cuando el acreedor tenga un poder de condicionamiento sobre un asunto determinado del gobierno corporativo, aunque no se manifieste con una designación directa de autoridad en su cabeza. Por ejemplo, en el caso de las obligaciones de información, o *covenants* financieros que imponen ciertas ratios a cumplir antes de realizar determinados pagos restringidos. En estos casos, el acreedor no determina directamente cuántos dividendos pueden repartirse, ni a qué firma contable solicitar como auditor, sino que las condiciones que el deudor tiene que satisfacer para cumplir con el contrato de deuda, de alguna manera, generan un poder implícito en manos del acreedor respecto de cómo se debe gobernar la compañía.

En los dos acápites siguientes desarrollaremos esta distinción con ejemplos.

## **B. Intervenciones directas**

En esta sección profundizaremos el tipo de intervención directa con un ejemplo que se refiere a la posibilidad de los acreedores de limitar directamente los cambios en el *management* de su deudor.

### ***Restricciones al cambio de management***

Para ilustrar una intervención directa de los acreedores decidimos entrar en un aspecto central del gobierno corporativo, caracterizado por un actor fundamental del manejo de una compañía, que es el *management*. En particular, traemos a colación la investigación de Akins et. Al. (2019)<sup>41</sup> respecto de la cláusula de restricción al cambio de *management*, ("CMR", por sus siglas en ingles). La típica CMR establece que un cambio en el liderazgo del deudor constituye un *Event of Default* bajo el préstamo y por ende permite la aceleración a favor del acreedor. Sin embargo, los bancos no siempre ejercen este derecho a acelerar por un cambio de *management* en violación a la CMR. Por el contrario, los acreedores tienen una opción que les permite evaluar su comodidad con un nuevo *management*, lo contrastan con aquel que estaba vigente al momento del inicio del contrato y pueden elegir salirse de la relación si esta evaluación termina en una opinión negativa (Rasmussen, 2017, pp. 5)<sup>42</sup>.

---

<sup>41</sup> Akins, Brian y De Angelis, David. 2020. "Debt Contracting on Management", Próximamente.

<sup>42</sup> Rasmussen, R. K. (2017). \_\_\_\_\_ (Op. Cit. 29).

Por lo tanto, una cláusula de CMR otorga opcionalidad al acreedor y una opción reduce el riesgo, porque sin ella no habría salida posible ante una modificación sustancial al centro de toma de decisiones de la firma. Es decir, el acreedor obtiene una posibilidad de reducir el riesgo de capital humano asociado con el cambio de *management*. Esta cláusula en particular es distintiva por dos razones, primero, porque nos muestra que el acreedor puede inmiscuirse en el gobierno corporativo del deudor antes de un incumplimiento o una crisis financiera; y segundo porque derriba la idea de que el riesgo de capital humano es solamente ajustable vía reducción del plazo de la deuda, aumento de tasas de interés o requerimiento de flujos de fondos particulares (Hart y Moore, 1994). Por lo tanto, lo que Akins et. Al. muestran es que el acreedor puede tomar una acción más directa y contratar respecto del *management* per se.

En general, los *covenants* se incluyen para mantener relativamente inalterado el estado de situación vigente al inicio del contrato, hasta la madurez de la deuda. En particular, lo que esta cláusula busca limitar es la alta rotación de la administración y la pérdida de talento particularmente valioso. El cambio de liderazgo es un foco de riesgo y, como todo riesgo, los acreedores buscan limitar su exposición a él. Por lo tanto, es esperable que esta cláusula CMR se haga presente en créditos solicitados por compañías en las cuales los efectos de una rotación acentuada del *management* son más graves, o bien cuando, por razones exógenas, ese riesgo sea más difícil de limitar.

El análisis de Akins et. Al. nos permite presentar ciertas correlaciones entre la CMR y algunos asuntos clave del manejo de la alta jerarquía. Por ejemplo, si el CEO hubiere sido recompensado con acciones de la compañía, una CMR favorece su permanencia si el *default* podría afectar negativamente el valor de la acción. Otro caso sucede cuando los accionistas enfrentan problemas legales para retener contractualmente al CEO (e.g., si las cláusulas de no competencia son inaceptables o ciertas convenciones sociales lo impiden), los acreedores podrían asegurarse la permanencia del CEO incluyendo una CMR. En otro orden, si el peso de los activos intangibles es mayor, el acreedor buscará resguardar su inversión con mayor certeza de que la administración permanezca en su puesto, y entonces la CMR tiene más chances de incluirse. Por último, si el CEO y el fundador coinciden en la misma persona, las chances de CMR aumentan porque habrá más riesgo derivado de perder al equipo de administración, dadas las habilidades personales del fundador.

Luego, en términos pragmáticos, como lo notan Akins et. Al., en general una CMR tiene ciertos efectos usualmente presentes en la firma deudora:

- i. Durante el término del contrato con CMR, la probabilidad de rotación del CEO disminuye en 55% respecto del caso de contratos sin CMR;
- ii. Cuando el contrato con CMR termina, la probabilidad de rotación del CEO aumenta fuertemente
- iii. La inclusión de una cláusula CMR se relaciona con mayor valor futuro de la firma y mejores métricas operativas, lo cual implica externalidades positivas para los acreedores

En conclusión, este trabajo sigue una tendencia que se enfoca en demostrar que los acreedores pueden ejercer un control directo sobre la rotación de la administración, por fuera de estados de falta de pago o incumplimiento técnico. Esto implica que la intervención se puede dar en exceso a la exigencia de renuncia o remoción, y que también puede incluir la retención o selección, que son situaciones típicamente vistas desde un prisma de *shareholderism*. Lo interesante es notar la diferencia en términos de aplicación de este tipo de cláusulas en compañías con mayor y menor dificultad para reducir la rotación de su *management*. Hemos visto que los acreedores mismos parecen intervenir para ayudar a aumentar la retención de la administración. Es decir, estos derechos de control en cabeza de los acreedores aumentan el nivel de coordinación entre estos y los accionistas, favoreciendo la reducción de rotación y proveyendo un mecanismo que, de otra forma, estaría fuera del alcance de los propietarios.

### C. Intervenciones indirectas

A continuación, trataremos la lógica detrás de las intervenciones indirectas y usaremos un ejemplo relacionado con la misma temática, que es la relación con los ejecutivos. De esta forma, buscamos mostrar cómo es que el mismo asunto puede derivar en intervenciones directas o indirectas, en función de su tratamiento contractual.

Antes del ejemplo, comenzaremos notando que el derecho a la toma de control, o bien la alternativa de amenazar con su uso para renegociar el contrato implican que, ante el incumplimiento de un *covenant*, el acreedor podría acelerar el vencimiento de la deuda y requerir el pago de todo principal, más los intereses devengados hasta ese incumplimiento. Este derecho al repago anticipado abre una ventana para ejecutar los bienes del deudor si este es insolvente o bien a solicitar una renegociación de los términos del acuerdo. Esto último es muy valioso porque una amenaza de toma de control implicaría, potencialmente, mover el

centro de toma de decisiones del deudor al acreedor al mismo tiempo que incentiva a las partes a comenzar una etapa de renegociación del contrato.

En ese sentido, podemos pensar gráficamente que el deudor sabe que sobre su cabeza yace la espada de un verdugo. Si se comporta mal, violando un *covenant*, la espada podría caer y terminar con su existencia, pero no todo es tan terminal. El verdugo está dispuesto a negociar dejando ir al prisionero, a cambio de un mayor disciplinamiento o condiciones más restrictivas para su libertad luego del evento que lo llevó a estar en esa posición. Es decir, el deudor podrá irse, pero la posibilidad de que la espada caiga seguirá existiendo y el verdugo estará atento a su accionar, incluso más que antes de perdonarlo.

En resumen, los *convenants* de un contrato de deuda limitan el oportunismo de los administradores y generan espacios para que el acreedor intervenga en el gobierno corporativo del deudor. Estos espacios son valiosos y tienen el potencial de generar externalidades positivas, aunque también negativas. Las positivas se derivarían de una intervención que incentive a la compañía a reencausarse. Se ha visto en la práctica (Nini et. Al., 2009) que una violación de un *covenant* suele seguirse por una renovación del *managment*, una suba en la contratación de especialistas y una baja en erogaciones por adquisiciones o transferencias a accionistas<sup>43</sup>. Sin embargo, por el lado negativo, se argumenta que el ejercicio de estos derechos contingentes o la renegociación previa (como la amenaza de su realización) podrían forzar tomas de decisión de inversión adversas al riesgo, alentar a la administración para que liquiden activos o para que abandonen oportunidades de crecimiento.

En este sentido, lo que queremos significar con intervenciones indirectas es la existencia de posibilidades para que el acreedor influencie el gobierno corporativo del deudor, sin que estas se expresen directamente en el contrato. Veremos este concepto con un ejemplo concreto.

### ***Deuda y compensación de ejecutivos***

En este sentido, giramos hacia la relación entre el financiamiento vía deuda y el manejo de la compensación de ejecutivos. Para ello estudiaremos la contribución de Rhodes (2016)<sup>44</sup>, que

---

<sup>43</sup> Nini, Greg et. Al. 2009. "Creditor control rights and firm investment policy", *Journal of Financial Economics*, 92(3): 400-420.

<sup>44</sup> Rhoades, Adrienne. 2016. "The relation between earnings-based measures in firm debt contracts and CEO pay sensitivity to earnings", *Journal of Accounting and Economics*, 61(1): 1-22.

se concentra en la inclusión de cláusulas atadas a la *performance* de las ganancias de la firma, tanto en los contratos de deuda como en los de compensación de ejecutivos.

Ya hemos visto que una parte de la compensación de la dirección puede tener un componente variable o contingente, por ejemplo, atado a las ganancias. Pues bien, sucede que los contratos de deuda también pueden prever *covenants* cuyo cumplimiento está supeditado al comportamiento de esa variable, las ganancias. Entonces, la cuestión que genera el interés de Rhodes y que buscamos reseñar en este acápite se relaciona con los efectos de la previsión de estas cláusulas simultáneamente, en ambos planos (el covenant del contrato de deuda y la forma de compensación del ejecutivo).

Por un lado, como decíamos, en un contrato de deuda se pueden prever *covenants* relacionados con las ganancias de la firma. Básicamente, estas cláusulas pueden estipular un mínimo nivel de ganancias que, de no lograrse, admitirían que el acreedor reclame un incumplimiento por parte del deudor. Entre ellos, se incluyen obligaciones de no sobrepasar un cierto umbral del ratio deuda-EBITDA, o de alcanzar cierto nivel de EBITDA u otros ratios de cobertura particulares, cuya composición incluye medidas de las ganancias de la firma. Por ejemplo, en el caso de un préstamo entre inContact Inc., y Zions First National Bank, se estableció que el deudor debería mantener “*a minimum EBITDA, measured as of the last day of each quarter, as follows: Effective Date through December 31, 2020: \$1,000,000; March 31, 2011 and thereafter: \$1,500,000*”<sup>45</sup>.

Bajo la suposición de que inContact no lograra llegar al umbral de EBITDA mínimo requerido, (de la misma forma que si un deudor sobrepasare el nivel máximo admitido para un cierto ratio financiero que tiene a las ganancias como uno de los componentes) Zions podría solicitar la aceleración de los plazos, o bien usar esta potestad como amenaza y requerir una renegociación que lo beneficiaría, a costa de mayores costos para el deudor.

De esta forma, sostenemos que se produce, de hecho, una intervención indirecta en los CEOs, quienes se ven incentivados a lograr el cumplimiento de este tipo de previsiones contractuales, porque de lo contrario sus posiciones y reputaciones podrían dañarse. Pero es importante destacar que este no es el único incentivo que tienen para que la *performance* de la compañía llegue a un determinado nivel.

---

<sup>45</sup> Securities and Exchange Commission. 22 de febrero de 2020. *Amendment to Loan Agreement entered into inContact inc. And Zions First National Bank* [Presentación ante la SEC].

Las ganancias de la firma pueden determinar el nivel de compensación para un ejecutivo, generándole todavía más incentivos para lograr el umbral requerido. En un ejemplo práctico, veamos el *Proxy Statement* propuesto por Apple en 2020, para el voto de sus accionistas. En la sección de compensación ejecutiva, se propone retribuir a la gerencia de la firma con tres elementos distintos (1) un salario base fijo, (2) incentivos con acciones de largo plazo y (3) un incentivo en efectivo anual. El último componente es el que nos importa, y podemos ver que fue definido como:

*A variable, at-risk component of our named executive officers' compensation that is aligned with Apple's annual financial results. Net sales and operating income, as determined in accordance with generally accepted accounting principles, are used as the performance measures for the annual cash incentive program because they reflect commonly recognized measures of overall company performance and profitability and are drivers of shareholder value creation<sup>46</sup>*

Para ahondar en nuestro análisis, supongamos que Apple tiene un préstamo que la obliga a tener un cierto nivel de márgenes en el periodo de duración del contrato. Si a eso se suma la compensación basada en resultados, los incentivos del *management* tienen un alto componente de mejora de la *performance* de corto plazo, al menos hasta que se cumpla el plazo del contrato de deuda (cuando quedaría liberado de la obligación de llegar al umbral determinado) y para cada ejercicio fiscal (cuando su compensación se vuelve a fijar). Eso es lo que preocupa a Rhodes y sobre lo cual argumenta que las firmas con *covenants* de deuda atados a resultados compensan a sus ejecutivos con menos componentes del estilo del incentivo en efectivo de Apple, porque ya tienen un componente que privilegia la evaluación de la *performance* de la firma y genera los incentivos deseados en la conducta del *management*.

En conclusión, Rhodes comprueba que los incentivos basados en ganancias provistos en los contratos de deuda de una compañía determinan significativamente el nivel de incentivos basados en ganancias que los accionistas le ofrecen al CEO en su contrato de compensación. Esta determinación se deriva de una relación negativa entre la presencia de *covenants* basados en las ganancias de la compañía y el componente de la compensación relativo a la misma variable.

---

<sup>46</sup> Securities and Exchange Commission. 26 de febrero de 2020. *Notice of 2020 Annual Meeting of Shareholders and Proxy Statement* [Presentación ante la SEC]. (pp. 34).

Por lo tanto, los incentivos de los CEOs relacionados con las ganancias de la firma no solo se deben buscar en sus paquetes de compensación, sino también en los incentivos implícitamente provistos en *covenants* basados en la misma variable. O sea, si el esquema de pago del *management* no está fundamentalmente atado a las ganancias de la firma, no podemos afirmar que el CEO no tiene incentivos a mejorar esa variable porque estaríamos dejando afuera un elemento fundamental en este asunto, que son las condiciones impuestas en los contratos de deuda.

Para concluir esta sección III. Debemos reconocer que lo planteado hasta este momento no considera ciertas complicaciones inherentes a los pactos de deuda que dificultarían la realización en la práctica de las intervenciones comentadas. Por eso mismo, en la próxima sección nos dedicamos a plantear algunos escenarios que podrían complicar las intervenciones y propondremos posibles formas de abordarlos.

#### **IV. ESCENARIOS COMPLEJOS Y POSIBLES SOLUCIONES**

En esta sección plantearé tres escollos que podrían presentarse en la práctica a la hora de pretender realizar las intervenciones que explicamos arriba. Primero, el tema de la información imperfecta. Segundo, el conflicto derivado de la coordinación de acreedores mediante mecanismos externos al contrato de deuda. Tercero, algunos casos de acreedores complejos, como aquellos que securitizan sus tenencias o cubren sus posiciones con instrumentos derivados y el caso de los acreedores insertos en las microfinanzas.

##### **A. Información imperfecta: *Fintech* y *Bigtech***

De acuerdo con la lectura de Gray (1997)<sup>47</sup>, la deuda puede funcionar como un mecanismo de control sobre firmas medianas y grandes, control entendido como monitoreo. Este monitoreo es activo cuando el acreedor realiza evaluaciones de las operaciones de la firma, de sus decisiones de inversión y de la capacidad o voluntad de repago. En cambio, el monitoreo pasivo se relaciona más con el establecimiento de un colateral o garantía para asegurar el cumplimiento. Una pieza clave del monitoreo activo es el acceso a información, lo que en muchos casos es limitado y debe estudiarse con cuidado.

En cualquiera de los dos casos de monitoreo, la información disponible para las partes no es perfecta y pueden existir complicaciones para que una de las partes acceda a los datos

---

<sup>47</sup>Gray, Cheryl. 1997. "Creditors' crucial role in corporate governance", *Finance & Development* (International Monetary Fund), 34(2): 29-32.

necesarios para evaluar a la otra. El acreedor podría no tener a su disposición estados contables auditados de su deudor, o bien tenerlos, pero que estos no reflejen la realidad de la firma, (posiblemente por el conflicto anterior respecto de la elección maliciosa de políticas contables para camuflar situaciones complicadas en el deudor).

En teoría, un contrato eficiente debería garantizar el acceso a información de calidad y las asimetrías entre acreedor y deudor tenderían minimizarse. En economías desarrolladas donde las condiciones para un mercado eficiente son relativamente más fáciles de satisfacer esto no es tan complicado. Sin embargo, como Gray afirma, en países con mercados incipientes la información es tan escasa que *“every firm currently operating in a transition economy is to some extent a new firm, even if it has been operating for 50 years”*.

¿Qué le garantiza a un acreedor que, después de transferir los fondos, su deudor va a cumplir el plan de negocio propuesto y que su perfil de riesgo se mantendrá estable? Los *covenants* financieros que se hubieren pactado no representan control en sí mismo; y si el monitoreo es nulo, tampoco son un disuasivo para que el deudor se auto-contenga. Si el deudor no es controlado, fácilmente podría violar aquellos acuerdos que le aseguraban a su acreedor un nivel de riesgo aceptable, en función del cual se fijó una tasa de interés justa. Por ello es que el control es clave y debemos determinar formas de llevarlo a cabo en condiciones sub-óptimas.

Una forma de controlar y monitorear al deudor en escenarios con escasos recursos sería mediante el uso de compañías de préstamos *“BigTech”* (Bazarbash, 2019, p. 25)<sup>48</sup>. Cuando pensamos en *bigtech*, pensamos en el caso de empresas integradas –como Mercadolibre, Mercadopago y Mercadocrédito (en conjunto, “MELI”)– que tienen acceso, en tiempo real, a datos relativos a las ventas, devoluciones, reclamos y cobros que realizan sus usuarios. Incluso (en casos como el de MELI, mediante Mercado Pago) también tienen acceso al procesamiento de transferencias y pagos electrónicos, o la realización de inversiones en fondos de inversión ofrecidos por la misma compañía. Por último, y como posibilidad más importante, estas firmas podrían ofrecer que sus usuarios accedan a créditos en la misma plataforma; como efectivamente hace Mercado Crédito, que ofrece la posibilidad de acceso a un préstamo a sus usuarios que cumplan “estos requisitos durante 3 meses: (i) vender más de \$1000 por mes; (ii) tener reputación verde; (iii) mantener un buen historial crediticio”<sup>49</sup>. Es decir, las firmas *bigtech* en general, y MELI en particular, pueden controlar aspectos tan

---

<sup>48</sup> Bazarbash, Majiz. 2019. "Fintech in financial inclusion: machine learning applications in assessing credit risk", *IMF Working Paper*, 19/09.

<sup>49</sup> Mercadopago. "Un préstamo para concretar tus ideas" [Sitio web]. *Merccadopago*.

claves de un deudor como son su operación y financiación. Lo primero, con todo lo relativo a las ventas y cobros por transacciones; lo segundo, por el ofrecimiento de préstamos.

Entonces, estas firmas integradas tienen una clara ventaja en términos de acceso a la información sobre la actividad de sus clientes (que en el mejor de los casos también son deudores). Esta ventaja se presenta no solo por ahorro de costos de recolección de información, sino por la velocidad y facilidad con la que pueden disponer de esta. Es decir, tienen una posición privilegiada porque puede trazar tendencias de ventas y flujos de fondos de los negocios que se desarrollan en su plataforma de *e-commerce*, evaluar la satisfacción de los consumidores, pensar en esquemas de competencia entre los usuarios de su sitio que comercializan productos similares, y al mismo tiempo financiarlos. En su rol de acreedores, esto aumenta las probabilidades de detectar situaciones de insolvencia y actuar en consecuencia. Además, esta reacción se puede dar antes de que sus efectos negativos se hubieren generado, mediante técnicas de predicción que les aseguren una rentabilidad mayor para sus préstamos. Lo mejor de esto es que las *bigtech* no necesitarán un enorme equipo de analistas de crédito altamente formados en cuestiones de riesgo financiero, y esto nos lleva a tratar el siguiente punto debajo.

Lo que decimos es que el problema de la escasa información, en general presente en las economías menos desarrolladas tienen otra complicación: la falta de calidad y formación en sus recursos humanos. Los empleados de los bancos de estas regiones no son tan duchos en las técnicas de análisis crediticio y de mercado como sus pares en países más desarrollados (Gray, 1997). Una manera de sortear este obstáculo es mediante el uso de tecnologías que permitan automatizar el procesamiento de datos, de lo que pueden derivarse análisis de la calidad crediticia de los deudores sin requerir reportes financieros hechos por profesionales. En conclusión, la estandarización de estos análisis mediante técnicas computacionales ahorraría costos y evitaría la intervención de recursos humanos subcalificados, favoreciendo la verificación del cumplimiento de las condiciones de los préstamos en tiempo real.

Veamos otra arista de la información imperfecta, que se produce en el caso de compañías con mayor capacidad de financiamiento que, de hecho, podrían buscar fondos en otras plataformas más sofisticadas. Por ejemplo, mediante aportes de capital de fondos de inversión o entidades financieras de mayor magnitud. Considerando este caso, cabe preguntarnos ¿Qué rol cumple la deuda en esas situaciones? Ciertamente, la deuda puede funcionar como señal para los actores externos, permitiendo que el deudor mitigue la asimetría de información que lo separa de posibles inversores. Pues, si una firma busca

recaudar fondos provenientes de inversionistas fuera de su círculo y hay poca información concreta sobre su accionar, puede sacar ventaja del hecho de haber recibido un préstamo por parte de una entidad que la hubiere monitoreado durante la vigencia del contrato.

En este sentido, Epure y Guasch demuestran que “*bank business debt sends a stronger signal to outside investors (...) given that its contracting process is costlier, requires more firm-specific information, and the ex post governance is supervised by specialized lenders*” (pp. 5, 2019). Esto se derivaría del hecho de que “*by commanding greater accountability to external constituents to external constituents, outside investors can interpret the presence of early stage debt as valuable signal of a market like governance*” (pp. 17). En concreto, los efectos de la deuda en el gobierno corporativo se cristalizan cuando el *management* debe profesionalizarse y descartar prácticas personales en la administración. Esto se derivaría del monitoreo al que se sujeta la compañía deudora, aunque también de las penalidades que podrían imponerse en caso de violación de las pautas que motivan ese monitoreo (*i.e.*, solicitar la renegociación de los términos a su favor o hasta tomar el control de la firma).

Los autores verifican que cuando un negocio asume “*business debt*” (*vis a vis* “*personal debt*”), aumentan las probabilidades de lograr aportes accionarios de terceros. A mayor precisión, cuando esa deuda es bancaria, las chances suben todavía más. Y en conjunto con la presencia de deuda asumida por los emprendedores iniciales, estas posibilidades crecen más; esto último no se debe a una cuestión de gobierno corporativo, sino por una demostración de compromiso del propietario.

Tal como hemos propuesto el fomento de *BigTech Lending*, Epure y Guasch usan su estudio para alentar la relajación de regulaciones de plataformas de *Venture Lending*, o la reforma programas económicos gubernamentales enfocados en la promoción de créditos para compañías jóvenes. Además de favorecer el crecimiento de firmas privadas, esto favorecería la formalidad de sus operaciones en particular y de todo el sistema económico del país en general.

Por nuestra parte, creemos que una forma de aprovechar esta realidad sería mediante la facilitación del acceso a esta información. Por ejemplo, con la creación de bases de datos a las que tanto grandes como pequeños inversores puedan acceder con bajos costos de entrada. Así se podría garantizar que las firmas que busquen financiamiento puedan mostrar sus mejores virtudes, lo cual incluiría, entre otros ítems, el financiamiento bancario que hubieren obtenido. Lo complicado de un planteo como este es la competitividad del sistema financiero, en el que los buenos deudores son objeto de competencia de los bancos y los

incentivos para revelar información valiosa se reducen. Por eso creemos que en estos casos se justificaría evaluar la razonabilidad de una intervención estatal. Una decisión por la afirmativa debería supeditarse a la verificación de que el costo de permanecer en el escenario de asimetría de información perjudica tanto al interés general que es superado por el beneficio de modificar el esquema de incentivos vigente.

Pero antes de considerar una intervención estatal es necesario darle otra oportunidad a la iniciativa privada. En este caso, fuera del margen de las hojas de un contrato y remitiéndonos a mecanismos de control y monitoreo de carácter extra-contractual. Esto es valioso por todas las complicaciones derivadas de pretender un *covenant* lo suficientemente amplio y flexible, incluso con la ayuda de estándares (es decir, reducción de flexibilidad para el deudor, posibles errores de juzgamiento en caso de litigio, costos de renegociación de las cláusulas cuando fueren violadas, o imposibilidad de actuación *ex ante*).

## **B. El uso de mecanismos extra-contractuales**

Hemos visto que recurrir a un contrato no es garantía de un funcionamiento eficiente de las intervenciones de los acreedores en el gobierno corporativo de sus acreedores. Después de todo, el contrato es letra muerta si no se vigila al deudor y se generan incentivos para su cumplimiento. Por eso, siguiendo las ideas de Gallimberti, para solucionar las complicaciones derivadas de la imperfección de los mecanismos contractuales podría implementarse la designación de un empleado del acreedor en el directorio del deudor, o bien una modificación en la estructura de compensación e incentivos de la administración (Gallimberti et. Al., 2017)<sup>50</sup>.

En particular, su hipótesis se basa en la supuesta relación positiva entre (a) la intensidad de la relación crediticia entre el banco y su deudor y (b) el uso de estos mecanismos no contractuales. O sea, mientras mayor sea (a) (*i.e.*, la frecuencia de contratación entre el banco y un deudor determinado, mayor será (b) (o sea, los incentivos para el uso de mecanismos extra-contractuales). En cambio, si el banco tuviera en frente a una de sus tantas operaciones de préstamo estándar, los incentivos a incluir mecanismos de este tipo son menores, por los altos costos iniciales inherentes a estas estrategias. Esto es así porque en el caso de una mayor frecuencia de contratación ("*relationship lending*") hay mayores espacios de interacción, mejor alineamiento de incentivos, más flexibilidad para el accionar del deudor, *vis*

---

<sup>50</sup> Gallimberti, Carlo María et. Al. 2017. "Bank Relations and Borrower Corporate Governance and Incentive Structures", *SSRN*.

a vis la rigidez de los *covenants*, y más chances de ofrecer nuevos préstamos por parte del banco y de mejorar las condiciones de su otorgamiento para el deudor.

En primer lugar, podemos destacar que respecto de la posibilidad de designar directores que de alguna forma representen al banco en el directorio del deudor, Gallimberti pudo verificar que cuando las firmas desarrollan relaciones más fuertes con unos pocos bancos, aumentan las probabilidades de incluir ese tipo de directores. Ahora, esto genera algunas dudas de corte legal que es necesario abordar: ¿a quién responde ese director? ¿Qué consecuencias para el banco podría traer la intervención de ese director si la compañía terminara en una liquidación o quiebra?

Sobre el primer cuestionamiento: ¿a quién debe representar el director recomendado por el banco? Recordemos la obligación del administrador o director de representar los intereses de la sociedad y no los del accionista personalmente. El conflicto surge cuando notamos que ese director fue puesto allí para representar al banco. Y entonces no es trivial dar cuenta sobre una potencial oposición de intereses del acreedor y de la sociedad. Por ejemplo, podría suceder que la compañía entre en un proceso de crisis y tenga que tomar decisiones que conlleven un potencial daño a la posición de los acreedores. Como a mayor riesgo mejor retorno, esas decisiones tienen la potencialidad de modificar el perfil crediticio del deudor. El director propuesto por el banco se encontraría en la disyuntiva entre (a) representar los intereses de su empleador, preservando el estado de cosas previo a la suba del riesgo y (b) privilegiar los de la sociedad en su rol de director.

No solo esto, sino que de suceder que la compañía entra en insolvencia o directamente quiebra, el riesgo para el acreedor sube sustancialmente. Pues, además de que las chances de recuperar su inversión inicial se reducen, también hay más riesgo porque el resto de los acreedores que no hubieren tenido la suerte de ser representados por directores en el *board* podrían alegar que el acreedor que sí intervino lo hizo con tal intensidad que pudo manipular el accionar del deudor en su beneficio. Esto podría forzar la subordinación del crédito del acreedor interviniente, o bien el pedido de extensión de la quiebra para ese actor.

En nuestra opinión, una forma de solucionar este potencial conflicto es mediante un acuerdo entre los acreedores del deudor. En este acuerdo, el acreedor con mayor cuota del pasivo financiero podría afirmar que colocará a un agente suyo como miembro del directorio del deudor y garantiza que aquel no tomará ninguna acción tendiente a perjudicar los intereses de los firmantes del acuerdo, y ofrece divulgar cualquier información que pudiera afectarlos y que se derive de su posición como director. A cambio de ello, los acreedores de menor porte

deberán renunciar de antemano a cualquier acción que pueda hacerle perder prioridad o *seniority* a cualquier otro firmante del acuerdo, en el contexto de un proceso de insolvencia, renuncia supeditada al correcto cumplimiento de la obligación de divulgación asumida por el director.

Los acreedores menos poderosos que firmasen el acuerdo podrían pedir algo más para reducir los costos de agencia derivados de que el director sea únicamente representante del acreedor con mayor poder. Por ejemplo, un esquema de designación rotativo, que permita que cada grupo de acreedores firmantes pueda designar con cierta periodicidad a un director a su elección. Esto ata a todos los acreedores, porque cada uno puede designar a su director en algún momento, y consiente el accionar del director del otro acreedor.

El mayor problema de este mecanismo de acuerdo inter-acreedores sigue siendo la existencia de un acreedor con una posición que no es lo suficientemente importante como para motivar su entrada en el esquema. Este acreedor de poco monto no tendría un director que lo represente, se perjudica por la asimetría de información respecto de los otros acreedores y de los accionistas, pero conserva la posibilidad irrestricta de demandar a los otros acreedores en el contexto de la quiebra por algún accionar que considere provocador de la insolvencia, con todas las consecuencias negativas que eso tendría para los acreedores firmantes del acuerdo.

La complicación radica en que estas ideas sobreestiman la uniformidad de intereses de los acreedores y el deudor, e incluso de los acreedores entre sí. Por ejemplo, un acreedor garantizado con una hipoteca va a monitorear seriamente el activo sobre el que reposa su garantía, antes que todo el patrimonio del deudor. El acreedor subordinado al garantizado tiene más incentivos a vigilar el manejo de todo el patrimonio dado que todo ese patrimonio es su garantía (Yadav, 2014)<sup>51</sup>.

En conclusión, la coordinación entre deudores y acreedores es compleja, de la misma forma que la coordinación de acreedores entre sí. Pues, en la práctica las tensiones exceden a las que pueden surgir entre acreedores garantizados y quirografarios, y en lo que sigue veremos otras situaciones conflictivas problemáticas que se derivan de la complejidad que caracteriza al mercado de deuda.

---

<sup>51</sup> Yadav, Yesha. 2014. "The Case for a Market in Debt Governance", *Vanderbit Law Review*, 67(3): 771-341.

### C. Acreedores complejos: securitización y cobertura

Para pensar en coordinar a acreedores y deudores, primero debemos estudiar la posibilidad de coordinar a los acreedores entre sí. Si creemos que el acreedor puede ser únicamente un banco que coloca un crédito y permanece monitoreando al deudor hasta el vencimiento para cobrar su capital, entonces nos estaríamos perdiendo la mayor parte del juego, porque las entidades financieras

*Have shifted from an originate-to-retain to an originate-to-distribute business model (contributing) to the distribution of exposures to a wider set of creditors with varying risk profiles. This has likely reduced some risks to the banking system, but it has also increased the complexity and opacity of credit markets.*<sup>52</sup>

La idea de un acreedor que origina préstamos para distribuirlos no es extraña, hemos explicado arriba la idea de securitización y justamente la securitización de préstamos corporativos es lo que permitió la creación de *Collateralized Loan Obligations* (CLO). Como ya hemos explicado los términos básicos de esa operación, ahora veremos de qué forma es que complica las ideas esbozadas a lo largo del trabajo.

Pero además de la securitización de créditos, existen otras formas para complicar la intervención de los acreedores en el gobierno corporativo de sus deudores. Por ejemplo, la existencia de los *Credit Default Swaps* (CDS), que permiten desagregar dos componentes de la deuda: (A) el interés económico sobre el activo que subyace a ese derivado (el pasivo de un deudor) y (B) los intereses legales o de control respecto de él (el monitoreo del perfil de riesgo y crédito de aquel deudor).

Y para sumar a estos dos casos, trataremos una tercera variante que puede alterar la idea básica de acreedor. En este caso desatenderemos la idea de que el acreedor solo busca su beneficio económico para dar paso a un tema centra en la actualidad: las microfinanzas, los microcréditos y el rol social de los acreedores.

#### ***Collateralized loan obligations: transferencia de riesgos***

En el caso de las *Collateralized Loan Obligations*, el banco que origina el préstamo puede transferir el riesgo de crédito inherente a su deudor hacia el tenedor de un CLO si genera un

---

<sup>52</sup> Fondo Monetario Internacional, Departamento de Investigación. 2020. *Global Financial Stability Report 2020. Chapter 2: Risky Credit Markets: Interconnecting the Dots.*

portfolio de préstamos que luego transfiere a un vehículo de propósito especial (*SPV*), que a su vez emite múltiples “*tranches*” de títulos para fondear aquella compra (Whitehead, 2018, pp. 482)<sup>53</sup>. Si el mismo administrador del *CLO* no retiene un interés económico en el instrumento que comercializa, y solamente los tenedores últimos del título *CLO* lo hacen, las posibilidades de control y monitoreo serios son pocas. Básicamente, los inversores que adquieren estos *CLO* están mejor porque pueden diversificar el riesgo al tener varias partes de distintos préstamos en un portafolio único, pero al mismo tiempo se perjudican porque no pueden controlar al deudor tan efectivamente como podría hacerlo el banco que originó el préstamo, lo que resultaría en un aumento de los costos de agencia y una reducción en las posibilidades de intervención en el gobierno corporativo del deudor (Whitehead, 2018, pp. 484). Por ello debajo damos cuenta de algunas formas de aliviar este conflicto.

Primero, podría recurrirse a la exigencia de que el préstamo objeto de la securitización no sea cedido en su totalidad, o bien que el administrador del *CLO* se quede con una parte del tramo más riesgoso (Whitehead, 2009, pp. 675). De esta forma el banco originador retiene parte del riesgo económico y tendrá más incentivos para el control del deudor.

Segundo, una propuesta distinta sería aumentar la exigencia de los *covenants*, y hacerlos depender de información fácilmente accesible para el inversor en *CLO*. De esta forma sería más fácil definir si existieron cambios en la posición financiera del deudor y se mitigan costos de monitoreo directo (Whitehead, 2018, pp. 484)<sup>54</sup>.

Por último, también se puede considerar al riesgo reputacional para el banco como herramienta disuasiva. Pues, si de hecho la entidad se desentiende de la situación crediticia del deudor cedido y esta resulta adversa a las expectativas racionales del tenedor del *CLO*, las posibilidades del banco de volver a realizar una transacción como aquella se reducen fuertemente. De suceder esto, de mínima las contrapartes dispuestas a transar con esa entidad hacia el futuro serán cada vez menos, o le impondrán términos cada vez más perjudiciales, hasta tornar al negocio en antieconómico y dejándola fuera del mercado.

Pero, ¿qué hacer cuando el banco originador del préstamo o el administrador del *CLO* entran en una operación de *CDS* para cubrir ese riesgo de crédito? Debajo trataremos el asunto de

---

<sup>53</sup> Whitehead, Charles. 2018. 'Debt and Corporate Governance', en Gordon, Jeffrey y Ringe, Wolf-Georg (eds.) *The Oxford Handbook of Corporate Law and Governance*. Oxford: Oxford University Press.

<sup>54</sup> Whitehead, Charles. 2009. "The Evolution of Debt: Covenants, the Credit Markets, and Corporate Governance", *The Journal of Corporation Law*, 34(3): 641-676.

la cobertura de riesgos con CDS y las tensiones que generan en el marco de relaciones crediticias.

### ***Credit default swaps: el caso Windstream***

Para abordar el asunto de los CDS vamos a tratar un caso concreto, que es el de Windstream<sup>55</sup>. Recordemos que en este caso suceden algunos hechos concretos: primero, Windstream quiso sortear una prohibición impuesta por su contrato de deuda, logró hacerlo sin reproches de sus acreedores; segundo, pasado algún tiempo la firma entra en una situación financiera complicada, por lo que sus títulos empiezan a cotizar a la baja; y, en tercer lugar, Aurelius, un fondo de inversión, adquiere títulos de deuda de la compañía y la demanda por aquel incumplimiento que sucedió en primer término. Resultado: Windstream fue a la quiebra luego de que el juez del caso dispuso el pago del principal más intereses a favor del Aurelius.

Se dice que el beneficio que logró Aurelius superó lo dispuesto en la sentencia porque tenía una posición aún mayor en *credit default swaps* que lo aseguraban contra un incumplimiento de Windstream. O sea, tenía una posición en CDS que superaba su posición en deuda de Windstream. Por eso es relevante preguntarse si los incentivos de Aurelius eran los mismos que los del resto de los bonistas. De Fontenay (2020)<sup>56</sup> afirma que esta sentencia confirma que “*investors in a firm can no longer be assumed to share the goal of maximizing the value of their respective interests in the firm*”.

Ahora bien, ¿qué consecuencias generan estos nuevos “acreedores cubiertos”<sup>57</sup> en el gobierno corporativo del deudor? Antes de responder esto, es necesario aclarar que además de los acreedores que se aseguran adquiriendo un CDS, también puede haber inversores que especulan sobre la suerte de la deuda de un emisor y adquieren el CDS sin tener una

---

<sup>55</sup> Windstream Services LLC, v. Aurelius Capital Master LTD. \_\_\_\_\_ (Op. Cit. 8)

<sup>56</sup> De Fontaneay, Elisabeth. 2020. "Windstream and Contract Opportunism", *Duke Law School Public Law & Legal Theory Series*, 44.

<sup>57</sup> Con cobertura nos referimos a la neutralización de un riesgo. En este caso un acreedor puede adquirir un título de deuda y al mismo tiempo un instrumento que le asegure la recuperación de su inversión independientemente del accionar del deudor. Estos *credit default swaps* entonces funcionan como un tipo de seguro que se dispara cuando el emisor de la deuda asegurada incumple, y de esa forma el acreedor que adquirió la cobertura no deja de cobrar su acreencia.

Un CDS es un instrumento derivado, porque su valor depende a su vez del valor de otro activo (el título de deuda). En este tipo de instrumentos, puede haber inversores que busquen cobertura o especulación. La cobertura se produce como decíamos arriba, para reducir un riesgo; pero la especulación se genera cuando no hay una posición contraria a la del derivado para cubrir, sino que se busca exposición al derivado aisladamente; que sería el caso de un tenedor de un CDS que no es acreedor del deudor cuya deuda está siendo cubierta por el CDS.

tenencia de deuda y esperan que el deudor entre en *default* para cobrar una suma determinada. Claramente, los incentivos de estos dos tipos de individuos son diferentes.

Para entender la distinción pensemos en un escenario hipotético. En este escenario hay una persona propietaria de un automóvil (llamémoslo el “Conductor”), que contrata un seguro contra cualquier desperfecto del rodado. También hay un sujeto con fondos disponibles y ganas de apostar (el “Apostador”). El Apostador accede a un corredor de apuestas que le ofrece un pago contingente igual a la suma de dinero que recibirá el Conductor, por parte de su asegurador, en caso de cualquier mal funcionamiento. Para entrar en esta apuesta, el Apostador deberá pagarle una prima determinada de antemano (que no recuperará si el Conductor no se accidenta, porque este es solamente el costo para acceder a la posibilidad de especular).

Nadie pensaría que el Conductor se despierta cada mañana ansioso por sufrir un desperfecto en su automóvil para poder cobrar la prima por su seguro. En cambio, es razonable pensar que, si el Apostador es una persona tan fría y calculadora como para entrar en este tipo de jugadas, seguramente sí espere la desgracia del Conductor para cobrar aquel flujo contingente de su apuesta.

Pues bien, en nuestro caso Aurelius era el Apostador y Windstream, el conductor. Uno podría indignarse por la actitud de Aurelius y hasta plantear un reproche moeal. Sin embargo, a diferencia de otras posturas (de Fontenay, 2020), no nos parece injusto que Aurelius se haya beneficiado de esta forma por lo que sucedió con Windstream. Por el contrario, podemos afirmar que Aurelius le hizo un bien al sistema. Haber ganado el caso facilitó el descarte de una firma que no era lo suficientemente rentable y que se manejó incorrectamente por violar un *covenant*. Probablemente la competencia de Windstream se haga cargo de satisfacer las necesidades de los clientes que antes tenía esa firma. Los acreedores podrían haber permitido la renovación de la deuda de Windstream ofreciéndole otro préstamo para enfrentar el pago debido a Aurelius, pero no lo hicieron por alguna razón. El *management* de la firma en quiebra podría haber gestionado a la compañía con mayor precaución, y así evitar la llegada de inversores con incentivos como los de Aurelius, pero no lo hizo y en definitiva produjo el fin de la existencia de Windstream.

Las firmas con características similares a las de Windstream deberían tomar este caso como un ejemplo de lo que puede pasar cuando el *management* no se desarrolla como es debido y, si estuvieren a tiempo, implementar las medidas correctivas necesarias. Por su lado, los acreedores podrán imponer condiciones de control y monitoreo más estrictas para proteger

sus posiciones acreedoras netas. Si los acreedores de Windstream hubieran controlado al *management* cuando este entró en aquella transacción de *sale-leaseback* violatoria del *covenant*, podrían haber amenazado a la firma con la aceleración de la deuda para prevenir el cierre del trato, o bien forzar una renegociación de los términos. No lo hicieron, la firma probablemente cambió su perfil de riesgo y realizó inversiones equivocadas con la mayor liquidez disponible. El resultado es conocido por todos: insolvencia y quiebra. Por esto mismo creemos que la culpa de no tener los fondos disponibles para satisfacer la deuda judicial con Aurelius y la deuda contractual con los otros bonistas no es del fondo demandante (que está reclamando por sus derechos), sino de la administración de la compañía y de sus acreedores anteriores.

Luego del accionar de Aurelius, Windstream intentó licuar los votos del fondo emitiendo más bonos de la misma serie, para así solicitar a todos los bonistas su consentimiento respecto de una renuncia a pedir el *default* de la firma. La maniobra resultó fallida. La decisión de Aurelius de negarse a conceder el *waiver* respecto del pedido de *default* estaba para todo justificada porque el trato se había roto antes, cuando Windstream violó el *indenture* perjudicando a todos los otros bonistas. En este caso los otros tenedores de deuda sí consentían aquel *waiver* porque era lo que más retornos financieros les hubiese traído (en contraposición con la quiebra). No consentían porque eran agentes que buscaban proteger el bienestar de todos los *stakeholders* de Windstream. Aurelius hizo lo mismo y busco su mayor retorno, pero su posición en Windstream debe evaluarse integralmente, junto con la cobertura que acertadamente contrató de antemano.

Arriba dijimos que las firmas deberían tomar medidas correctivas para evitar situaciones como estas, y erradicar las posibilidades de inversión de actores similares a Aurelius. Ahora bien, en la práctica, el camino elegido fue otro: los deudores comenzaron a incluir cláusulas "*anti-Windstream*" (Fontenay, 2020) o mejor dicho "*anti-Aurelius*", con la esperanza de que "*well-designed contractual limitations on Debt Default Activism can benefit borrowers and lenders*" (Feltman et. Al., 2019)<sup>58</sup>.

Otra posibilidad es la propuesta por Yadav (2014)<sup>59</sup> que básicamente implica crear un mercado para los derechos de control en propiedad de los acreedores. De esta forma, las

---

<sup>58</sup> Feltman, Joshua et. Al. 2019. "Debt Default Activism: After Windstream, the Winds of Change" [Blog]. *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*.

<sup>59</sup> Yadav, Y. (2014). \_\_\_\_\_ (Op. Cit. 48)

partes intervinientes en transacciones con *CDS* también podrían adquirir o ceder los derechos de control en la deuda subyacente a esos instrumentos, en mercados formales.

Además, en lugar de crear un nuevo mercado, Whitehead (2009, p. 672) propone quedarnos en el esquema actual y hacerlo más transparente. Su argumento dice que la información que transmiten los cambios en los precios de los *CDS* es suficiente para desincentivar comportamientos inadecuados del *management*. Pues, si el valor de los *CDS* sube, será porque las probabilidades de *default* de la firma suben, y eso impactará en el precio de sus acciones (de cotizar en el mercado) o bien dará señales a los accionistas (si hablamos de una firma privada). Con eso bastaría para que los agentes del mercado tomen las medidas necesarias para intentar acomodar el rumbo de la firma.

Habiendo culminado con estos dos casos de deudores cubiertos con derivados financieros, pasaremos a analizar el último caso, que incluye un rol menos esperado para los acreedores, que puede verse en un contexto muy específico, el de las microfinanzas.

#### **D. Microfinanzas: la intervención de los acreedores con un rol social**

En marzo de 2015, la Universidad de San Andrés les propuso a sus alumnos ingresantes una actividad de integración que les requería pasar un fin de semana en un barrio de las afueras de la provincia de Buenos Aires construyendo viviendas de emergencias para familias carenciadas, en el marco de la actividad de "Techo para mi País" ("Techo"). Esas viviendas de emergencia no fueron pensadas como una solución definitiva para la crisis habitacional por la que pasaba la población de la zona ayudada, sino más bien como un puntapié inicial para un nuevo comienzo. De igual manera, Techo busca dar puntapiés de otras formas; por ejemplo, mediante el otorgamiento de préstamos a emprendedores de las comunidades que atiende.

Techo, entonces, se pone en el rol de acreedor: provee fondos a emprendedores, a cambio de un repago futuro. Pero, ¿esta ONG tiene los mismos incentivos que cualquier banco comercial? Claramente no. Considerando que este tipo de acreedores tienen objetivos, y por ende incentivos, diferentes de los que guían a los acreedores que hemos analizado hasta ahora, dedicaremos esta última sección del trabajo para analizarlos. En ese sentido, queremos responder si estos contratos de microcrédito pueden o no incluir mecanismos de intervención de los acreedores en el "gobierno corporativo" de sus deudores, los emprendedores, y qué beneficios se derivarían de su inclusión.

## ¿Qué son las microfinanzas?

Hasta ahora hemos planteando una idea de acreedor clásica, aunque con algunas complejidades adicionales. Para la última complicación atacaremos la idea de que el acreedor solo busca aumentar o al menos asegurar sus retornos y proteger su capital, y lo haremos trayendo a colación la idea de los microcréditos.

Con microfinanzas (o su posible aplicación a los microcréditos) nos referimos al ofrecimiento de préstamos de bajo volumen a sectores de la población con menores recursos, en conjunto con otros servicios como la apertura de una caja de ahorro, asesoramiento, servicios de salud, redes de contactos, y soporte al conjunto social que lo rodea. Esto les permite a los grupos más desventajados la realización de proyectos propios para generar ingresos adicionales, lo que a su vez repercutiría favorablemente en el nivel de vida de los emprendedores y de sus familiares. Estos préstamos son otorgados por Entidades de Microcrédito (*MFIs*, por sus siglas en inglés) a favor de microemprendedores, quienes no tienen un historial crediticio, porque nunca tuvieron acceso al mercado financiero tradicional (*Microcredit Summit*)<sup>60</sup>.

### **Traslación de riesgos en microcréditos**

Los riesgos de default en este tipo de créditos son elevados, tanto por la situación económica de los deudores como por las inseguridades jurídicas de los lugares en donde típicamente abundan. Por eso, los acreedores deberán prever formas de transferir parte del riesgo que se incurre en estas transacciones.

Un ejemplo de esa traslación es el de la responsabilidad solidaria asumida por un grupo de deudores que coexisten. Si se prevé esta modalidad y un solo deudor incumple, el resto también asume la responsabilidad por ese incumplimiento. De esta forma, el monitoreo puede ponerse en manos del grupo de deudores, y los costos de control se reducen para el prestamista, lo que a su vez bajaría la tasa de interés (por su componente de costo fijo de control). La complicación se deriva de la posibilidad de colusión entre deudores. Esto se podría reducir con un sistema de "*cross-reporting*", lo cual forzaría el reporte al acreedor de situaciones de otros deudores que podrían comenzar a insinuar un *default* colectivo (Banerjee, 2013, pp. 489-498)<sup>61</sup>.

---

<sup>60</sup> Microcredit Summit. Frequently Asked Questions. "What is Microfinance? A complete guide" [Sitio web]. *Microcredit Summit: Helping Millions out of Poverty*.

<sup>61</sup> Banerjee, Abhijit Vinayak. 2013. "Microcredit Under the Microscope: What Have We Learned in the Past Two Decades, and What Do We Need to Know", *Annual Review of Economics*, 5(1):487-519.

Por nuestra parte, creemos que, si una organización tiene una amplitud territorial considerable, debería preferir el agrupamiento de deudores procedentes diferentes regiones *vis a vis* el agrupamiento de deudores de un mismo punto geográfico. Esto traería tres beneficios. Primero, puede limitar las posibilidades de colusión porque, si los miembros del grupo no son conocidos entre sí, *ex ante*, las posibilidades de coludir bajan. Segundo, hay menos obstáculos para que los miembros reporten intenciones de pares que afectarían al acreedor (los deudores del grupo no se deberán otra lealtad que la derivada de la responsabilidad solidaria). Tercero, si surge un factor exógeno que afecta a una de las zonas en particular, y los deudores de esa zona están agrupados en distintos contratos solidarios, entonces las posibilidades de incumplimiento y encubrimiento recíproco son mucho menores que en el caso agrupamiento de deudores de la misma zona. En el caso de agrupamiento con distanciamiento geográfico ese riesgo externo se diversifica y distribuye en varios grupos distintos, que podrían compensar de alguna forma a los deudores de la zona afectada.

Este tipo de dinámicas puede favorecer la interconexión de deudores en la misma situación, lo cual también beneficiaría al grupo en términos de educación financiera. Recordemos que asegurar el retorno no es el único objetivo de este tipo de acreedores, y por lo tanto el traslado de riesgos no debe ser la prioridad. Sin embargo, el monitoreo y control de sus deudores debe serlo; no solo por el hecho de que esto maximiza las posibilidades de beneficios para el acreedor, sino porque podría generar beneficios concretos para la economía.

### **Monitoreo y control de los deudores**

En otro lugar de este trabajo hemos dado cuenta de los efectos positivos en términos de *debt signaling* que se generan cuando un acreedor sofisticado presta fondos a un emprendimiento en sus primeras etapas. Esto genera una señal al mercado de que dicha firma ha adoptado mecanismos de gobierno corporativo sobre los que se puede confiar. A una escala distinta, esto puede producirse igualmente en el caso de los microcréditos. Pues, si el acreedor lleva adelante un control y monitoreo exigente, el deudor puede disciplinarse lo suficiente como para que una entidad financiera confíe y le preste un mayor volumen de fondos en un futuro. Cuando esos emprendimientos obtengan su primer crédito bancario formal, podrían expandirse o sofisticarse todavía más y así generar más retornos, lo cual mejoraría la calidad de vida de los propietarios de esos negocios.

Una posible forma de monitorear y controlar a los deudores puede ser, nuevamente, con la intervención de la tecnología; posibilidad factible en Argentina, donde el 85.3% de los

habitantes de entre 30 y 64 años tiene acceso a internet, mientras que para el rango etario de 18 a 29, este porcentaje asciende a 91.9%<sup>62</sup>.

Este control debería estar direccionado no solo a proteger la inversión del acreedor, sino a educar a los deudores y a enseñarles sobre la rigurosidad inherente a la deuda. No debería tomarse al control como un recaudo meramente formal porque el otorgante del préstamo no lo aceleraría ante el primer incumplimiento, dado el fin social que lo impregna. Si esto fuera así, esta amenaza sin consecuencias podría derivar en situaciones de *moral hazard* y selección adversa que pondrían en peligro a todo el esquema.

## V. CONCLUSION

En este trabajo dimos cuenta de las principales posibilidades que tienen los acreedores para intervenir en el gobierno corporativo de sus deudores y analizamos los efectos cruciales de esa intervención. Hemos definido dos tipos de intervenciones distintas (directas e indirectas) y dado ejemplos de ambas. Además, no ignoramos que los planteos genéricos realizados en las primeras partes del trabajo podrían conllevar algunas dificultades de implementación, y por eso consideramos ciertas complejidades adicionales que se presentan en los mercados de deuda; como la información imperfecta o el traslado de riesgos con securitización o cobertura con derivados. Por último, hicimos un breve análisis de la posibilidad de que los acreedores asuman un rol social en el contexto de las microfinanzas.

Al comentar el tema de este trabajo, hemos recibido comentarios haciendo referencia a que los acreedores solamente “piden información y revisan los estados contables de sus deudores”. Parte de los integrantes de la “práctica corporativa” considera que el monitoreo y control de los acreedores se limita a eso: el mero pedido de informes financieros. Nosotros hemos intentado dar cuenta de lo erróneo de esa visión, concluyendo que los acreedores efectivamente juegan un rol fundamental en el gobierno corporativo de sus deudores.

¿Qué implicancias tiene ese rol clave de los acreedores? Primero, nos permite destacar que al evaluar el esquema de gobierno corporativo de una firma no es suficiente con estudiar sus códigos de gobierno corporativo, o los estatutos existentes. Por ejemplo, en mercados de capitales poco desarrollados como el argentino, no considerar las relaciones acreedor-deudor de las firmas cotizantes podría llevarnos a subestimar los mecanismos de control que limitan

---

<sup>62</sup> Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INDEC), Dirección Nacional de Estadísticas de Condiciones de Vida. 2020. *Acceso y uso de tecnologías de la información y la comunicación. Encuesta Permanente de Hogares (EPH)*.

al accionar de la compañía (típicamente controlada por un accionista mayoritario). En estos casos, los accionistas minoritarios tienen ciertos derechos como el de acceso a la información o impugnación de asambleas, pero los contratos de deuda podrían considerarse como una protección adicional, siempre y cuando los acreedores cumplan su rol de monitoreo respecto de estas compañías. Segundo, nuestro aporte puede servir a la hora de proponer nuevas políticas que favorezcan a los emprendedores en sus etapas iniciales, aunque también a los segmentos menos favorecidos de la población, en economías poco desarrolladas como la nuestra.



Universidad de  
**San Andrés**

## **BIBLIOGRAFÍA**

Akins, Brian y De Angelis, David. 2020. "Debt Contracting on Management", Próximamente. Disponible en: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/jofi.12893>

Atkins, Peter et. Al. "Social Responsibility and Enlightened Shareholder Primacy: Views From the Courtroom and Boardroom" [Sitio web]. *Skadden, Arps, Slate, Meaher & Flom LLP*. Disponible en: <https://www.skadden.com/insights/publications/2019/02/social-responsibility/social-responsibility-and-enlightened-shareholder>

Baird, Douglas y Rasmussen, Robert. 2006. "Private Debt and the Missing Lever of Corporate Governance", *University of Pennsylvania Law Review*, 154:1209-1251.

Banerjee, Abhijit Vinayak. 2013. "Microcredit Under the Microscope: What Have We Learned in the Past Two Decades, and What Do We Need to Know", *Annual Review of Economics*, 5(1):487-519.

Bazarbash, Majiz. 2019. "Fintech in financial inclusion: machine learning applications in assessing credit risk", *IMF Working Paper*, 19/09. Disponible en: <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2019/05/17/FinTech-in-Financial-Inclusion-Machine-Learning-Applications-in-Assessing-Credit-Risk-46883>

Bebchuk, Lucian y Tallarita, Roberto. 2020. "The Illusory Promise of Stakeholder Governance", *Próximamente en Cornell Law Review*. Disponible en: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3544978](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3544978)

Benmelech, Efraim et. Al. 2012. "Securitization without adverse selection: The case of CLOs", *Journal of Financial Economics*, 106(1): 91-113.

Bratton, William. 1984. "The Interpretation of Contracts Governing Corporate Debt Relationships", *Cardozo Law Review*, 5: 371-407.

Brealey, Richard et. Al. 2012. *Principles of corporate finance*. New York: McGraw-Hill Education.

Burton, Rebecca et. Al. 17 de noviembre de 2019. "Board Pay Under the Microscope" [Blog]. *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*. Disponible en: <https://corpgov.law.harvard.edu/2019/11/17/board-pay-under-the-microscope/>

Citibank, Citibank Asia Pacific Investment Banking & Professional Development Center of Latin America Global Finance. 1994. *Debt Financing*.

David Broad et. Al. v. Rockwell International Corporation et. Al. 642 F.2d 929 (United States Court of Appeals, Fifth Circuit. 1981). Disponible en: <https://openjurist.org/642/f2d/929/broad-v-rockwell-international-corporation>

De Fontaneay, Elisabeth. 2020. "Windstream and Contract Opportunism", *Duke Law School Public Law & Legal Theory Series*, 44. Disponible en: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3603752&download=yes](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3603752&download=yes)

Federal Reserve System US, Board of Governors. 2020. *Delinquency Rate on Commercial and Industrial Loans*. Obtenido de FRED, Federal Reserve Bank of St. Louis. Disponible en: <https://fred.stlouisfed.org/series/DRBLACBS>

Federal Reserve System US, Board of Governors. 2020. *Financial Stability Report*. Disponible en: <https://www.federalreserve.gov/publications/files/financial-stability-report-20200515.pdf>

Feltman, Joshua et. Al. 2019. "Debt Default Activism: After Windstream, the Winds of Change" [Blog]. *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*. Disponible en: <https://corpgov.law.harvard.edu/2019/06/18/debt-default-activism-after-windstream-the-winds-of-change/>

Fondo Monetario Internacional, Departamento de Investigación. 2019. *Global Financial Stability Report 2019. Chapter 2: Global Corporate Vulnerabilities: Riskier Business*. Disponible en: <https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2019/10/01/global-financial-stability-report-october-2019>

Fondo Monetario Internacional, Departamento de Investigación. 2020. *Global Financial Stability Report 2020. Chapter 2: Risky Credit Markets: Interconnecting the Dots*. Disponible en: <https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2020/04/14/global-financial-stability-report-april-2020#Chapter2>

Foro Económico Mundial. 2020. *Manifiesto de Davos 2020*. Disponible en: <https://www.weforum.org/agenda/2019/12/davos-manifesto-2020-the-universal-purpose-of-a-company-in-the-fourth-industrial-revolution/>

Fox, Edward et. Al. 20126. "Economic Crisis and the Integration of Law and Finance", *Columbia Law Review*, 116 (2): 325-408.

FW Cook. 2019. *Director Compensation Report (2019)*. Disponible en:  
[https://www.fwcook.com/content/documents/publications/11-06-19\\_FWC\\_2019\\_Director\\_Comp\\_FINAL.pdf](https://www.fwcook.com/content/documents/publications/11-06-19_FWC_2019_Director_Comp_FINAL.pdf)

Gallimberti, Carlo María et. Al. 2017. "Bank Relations and Borrower Corporate Governance and Incentive Structures", *SSRN*. Disponible en :  
[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3029930&download=yes](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3029930&download=yes)

Gray, Cheryl. 1997. "Creditors' crucial role in corporate governance", *Finance & Development (International Monetary Fund)*, 34(2): 29-32. Disponible en:  
[https://www.elibrary.imf.org/doc/IMF022/14209-9781451952735/14209-9781451952735/Other\\_formats/Source\\_PDF/14209-9781463930486.pdf](https://www.elibrary.imf.org/doc/IMF022/14209-9781451952735/14209-9781451952735/Other_formats/Source_PDF/14209-9781463930486.pdf)

Hamilton, Robert; Macey, Jonathan et. Al. 2010. *Cases and Materials on Corporations Including Partnerships and Limited Liability Companies*. Minnesota: West Thomson Reuters.

Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INDEC), Dirección Nacional de Estadísticas de Condiciones de Vida. 2020. *Acceso y uso de tecnologías de la información y la comunicación. Encuesta Permanente de Hogares (EPH)*. Disponible en:  
[https://www.indec.gov.ar/uploads/informesdeprensa/mautic\\_05\\_20A36AF16B31.pdf](https://www.indec.gov.ar/uploads/informesdeprensa/mautic_05_20A36AF16B31.pdf)

Jensen, Michael y Meckling, Willian. 1976. "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, 3(4): 305-360.

Kennedy, Joseph. 1972. "Commentaries on model debenture indenture provisions - 1965 model debenture indenture provisions - All registered issues - 1967 and certain negotiable provisions which may be included in a particular incorporating indenture", *The Business Lawyer*, 27 (4): 1301-1304

Larker, David y Tayan Brian. 2015. *Corporate governance matters: A closer look at organizational choices and their consequences*. New Jersey: Pearson Education.

Latam & Watkins Forum. 6 de noviembre de 2019. "For Whom is the Corporation Managed?" [Archivo de video]. *New York Univerity School of Law*. Disponible en:  
<https://www.youtube.com/watch?v=4MBXKT1xsxl&t=2696s>

Lipton, Martin et. Al. 24 de agosto de 2019. "Stakeholder Governance and the Fiduciary Duties of Directors" [Blog]. *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*. Disponible en: <https://corpgov.law.harvard.edu/2019/08/24/stakeholder-governance-and-the-fiduciary-duties-of-directors/>

Lipton, Martin. 4 de marzo de 2020. "Professor Bebchuk's Errant Attack on Stakeholder Governance" [Blog]. *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*. Disponible en: <https://corpgov.law.harvard.edu/2020/03/04/professor-bebchuks-errant-attack-on-stakeholder-governance/>

Mercadopago. "Un préstamo para concretar tus ideas" [Sitio web]. *Merccadopago*. Disponible en: <https://www.mercadopago.com.ar/mercado-credito/prestamos-online/>

Merton, Robert C. 1974. "On the Pricing of Corporate Debt: The Risk Structure of Interest Rates", *The Journal of Finance*, 29(2): 449-470.

Microcredit Summit. Frequently Asked Questions. "What is Microfinance? A complete guide" [Sitio web]. *Microcredit Summit: Helping Millions out of Poverty*. Disponible en: <https://www.microcreditsummit.org/what-is-microfinance2.html>

Nini, Greg et. Al. 2009. "Creditor control rights and firm investment policy", *Journal of Financial Economics*, 92(3): 400-420.

Novick, Barbara. 31 de julio de 2019. "Executive Compensation: The Role of Public Company Shareholders " [Blog]. *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*. Disponible en: <https://corpgov.law.harvard.edu/2019/07/31/executive-compensation-the-role-of-public-company-shareholders/>

PIMCO. Understanding Investing. 2017. "Credit Default Swaps" [Sitio web]. *Pacific Investment Management Company (PIMCO)*. Disponible en: <https://global.pimco.com/en-gbl/resources/education/understanding-credit-default-swaps>

Pistor, Katrina. 2019. *The code of capital: How the law creates wealth and inequality*. New Jersey: Princeton University Press.

Rasmussen, Robert. 2017. "Taking Control Rights Seriously", *University of Pennsylvania Law Review*, 166: 1749-1778.

Revlon, Inc. V. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc. 505 A.2d 173 (Supreme Court of Delaware. 1986). Disponible en: <https://law.justia.com/cases/delaware/supreme-court/1986/506-a-2d-173-1.html>

Rhoades, Adrienne. 2016. "The relation between earnings-based measures in firm debt contracts and CEO pay sensitivity to earnings", *Journal of Accounting and Economics*, 61(1): 1-22.

Schwarcz, Steven. 2020. "Regulating Derivatives: A Fundamental Rethinking", *Próximamente en Duke Law Journal* Vol. 70. Disponible en: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3516036](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3516036)

Securities and Exchange Commission. 22 de febrero de 2020. *Amendment to Loan Agreement entered into inContact inc. And Zions First National Bank* [Presentación ante la SEC]. Disponible en: <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1087934/000119312510041293/dex101.htm>

Securities and Exchange Commission. 26 de febrero de 2020. *Notice of 2020 Annual Meeting of Shareholders and Proxy Statement* [Presentación ante la SEC]. Disponible en: <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/320193/000119312520001450/d799303ddef14a.htm>

Security Industry and Financial Markets Association (SIFMA). 2019. *Capital Markets Fact Book*. Disponible en: <https://www.sifma.org/wp-content/uploads/2019/09/2019-Capital-Markets-Fact-Book-SIFMA.pdf>

Shadab, Houman. 2012. "Credit Risk Transfer Governance: The Good, the Bad, and the Savvy", *Seton Hall Law Review*, 42(3): 1009-1080.

Sunstein, Cass. 1995. "Problems with Rules", *California Law Review*, 83(4): 956-1021.

The Bank of New York Mellon Trust Company v. Liberty Media Corporation. 284 (Supreme Court of Delaware. 2011). Disponible en: <https://caselaw.findlaw.com/de-supreme-court/1580853.html>

Triantis, George. 2013. "Exploring the Limits of Contract Design in Debt Financing", *University of Pennsylvania Law Review*, 116: 2041-2061.

Whitehead, Charles. 2009. "The Evolution of Debt: Covenants, the Credit Markets, and Corporate Governance", *The Journal of Corporation Law*, 34(3): 641-676.

Whitehead, Charles. 2018. 'Debt and Corporate Governance', en Gordon, Jeffrey y Ringe, Wolf-Georg (eds.) *The Oxford Handbook of Corporate Law and Governance*. Oxford: Oxford University Press.

Windstream Services LLC, v. Aurelius Capital Master LTD. 17-CV-7857 (JMF) (United States District Court Southern District of New York. 2019). Disponible en: <https://www.cdsdeterminationscommittees.org/documents/2019/02/1862178.pdf/>

Yadav, Yesha. 2014. "The Case for a Market in Debt Governance", *Vanderbit Law Review*, 67(3): 771-341.



Universidad de  
**San Andrés**