

Universidad del CEMA

Maestría en Finanzas

Trabajo Final

Obligaciones Negociables para Pymes y Problemas de Agencia

Nicolás Rubén Kitainik

ABSTRACT.

El propósito de este trabajo es el de puntualizar las situaciones conflictivas que generan las relaciones de agencia y las circunstancias por las que aparecieron en la Argentina tan tardíamente en comparación con otros países. Cómo ellas por su rol fundamental para para la existencia de las corporaciones y el funcionamiento de los distintos mercados atraen la atención y son objeto de estudio por parte de todas las disciplinas sociales como de las de ciencias exactas. Asimismo se intentará resaltar los instrumentos y estrategias que neutralizan las consecuencias con efectos negativos para la maximización de los beneficios de todas las partes involucradas en estas relaciones, como así también cuales serían los posibles resultados en caso de no usarse dichas herramientas como métodos de prevención. Luego se estudiará una emisión “standard” de obligaciones negociables por parte de una empresa Pyme dentro del Mercado de Valores de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, analizando las virtudes, falencias y lagunas advertidas. Finalmente se comentarán los resultados obtenidos de la elaboración de este trabajo.

I. INTRODUCCIÓN.

Las relaciones de agencia han sido siempre objeto de análisis, estudio y comentarios por parte de los académicos, practicantes y profesionales relacionados con las leyes, la contabilidad y las finanzas, pues ellas son el núcleo a partir del cual se construye una empresa, siendo en consecuencia, sumamente importante reconocer y anticipar situaciones conflictivas que puedan derivar de ellas, como así también los costos que generan y provocan, para así intentar crear herramientas que permitan disminuir los posibles efectos negativos que pudieran expandirse, e intentar hacer hincapié y resaltar en favor de las empresas las bondades de esta clase de relaciones necesarias en el andamiaje económico.

Se hará entonces, un recorrido por cuestiones que involucran situaciones de comportamiento oportunístico de las partes, problemas surgidos del conocimiento acotado de los agentes económicos, los costos que provocan, y los remedios que se intentan desarrollar.

En la Argentina, particularmente, durante muchas décadas, esta clase de planteos dentro de los órganos corporativos, o frente a acreedores, se encontró sumamente relegado, y fue de escasa preocupación por parte de las empresas o conjuntos económicos imperantes. Tal cual lo explicara Apreda (2001), los gobiernos corporativos se encontraban constituidos por grupos familiares, o denominados comúnmente, como empresas “cerradas”.

En este contexto no es extraño imaginar manejos comerciales mayoritariamente asociados a sentimientos familiares que a decisiones de carácter negocial. Ello quedaba plasmado en el modo en que accedían al créditos esta clase de grupos, es decir, que tenían una disponibilidad amplia, pues sino poseían ya de hecho una entidad prestamista dentro del conjunto económico, hacían uso de sus vinculaciones políticas de turno, y aseguraban así una financiación de su déficit a través de los recursos del Estado Nacional

Esta época de flexibilidad y de falta de eficiencia, hacían disimular situaciones conflictivas derivadas de la vinculación de intereses opuestos.

No es casualidad, que del estudio del desarrollo del Mercado de Capitales en ese momento histórico, se pueda advertir que no se realizaban emisiones de Bonos privados (obligaciones Negociables), y que recién al ingresarse a la década de los '80, se comience a tomar conciencia de esta variedad de acceso al crédito público y atomizado.

Ocurre recién al ingresarse a la década de los 90 un vuelco en el funcionamiento de las empresas nacionales.

Fue entonces a partir de la ola de privatizaciones de empresas nacionales, y la aparición de inversionistas extranjeros que apabullaron el mercado nacional con fusiones y adquisiciones de empresas locales, como así también la instalación de empresas Multinacionales, las que provocaron que la estructura del gobierno corporativo se viera alterada y modificada, dejando de lado los vínculos familiares y siendo en cambio ponderada la eficacia y eficiencia empresarial.

Cambia la concepción de propietario de las empresas, pues deja de ser un grupo reducido de personas físicas con tendencia a ejercer un rol paternalista dentro de la empresa, para dar lugar a inversionistas atomizados a través del mundo, que derivan la dirección de sus negocios a profesionales especializados en cada rama inherente al negocio, para que cosechen buenos resultados, y simultáneamente no tener que cargar con la responsabilidad de intervenir y decidir en cada acción cotidiana que necesite tomar cada empresa.

Queda evidenciado así que el cambio de estructura de dirección, trae aparejada una modificación en la laxitud de las inversiones y flexibilidad de balances, la cual pasa a ser rígida y eficiente.

Ello permite la expansión y obtención de fondos en mercados internacionales, y además la aparición de Inversores Institucionales de gran poderío financiero y económico que comienzan a brindar financiación a largo plazo, conformándose así el complemento para la transformación definitiva de las empresas.

Finalmente la saturación del Mercado de Capitales local por la emisión de títulos por parte del Estado Nacional, no es total, pues ahora, los inversores a partir de importantes ajustes en las normativas legales (entiéndase ventajas impositivas, de responsabilidad y transparencia, etc...) comienzan a encontrar atrayente invertir en títulos emitidos por empresas privadas, lo cual incorpora nuevas clases de vínculos y de relaciones de agencia.

Es a partir de este nuevo contexto el que me permite poner especial atención sobre las relaciones de agencia y los conflictos que de ellas se derivan

II. LAS RELACIONES DE AGENCIA, Y LOS CONFLICTOS QUE ELLAS GENERAN.

La Relación de Agencia debe ser comprendida como la vinculación entre dos partes en las que ese nexo es voluntario y mutuamente aceptado, y donde una de ellas, que se denominará Agente, actúa en interés o a favor de la otra parte, que será llamada Principal.

Hay que considerar que en cada una de las partes que integran este vínculo, pueden ser varias personas las involucradas, y que también se generan situaciones en las cuales ambas partes pueden recíprocamente ejercer el rol de agente o de principal.

Como puede deducirse del concepto esgrimido más arriba, las relaciones de agencias son identificables en todos los sectores y ambientes que conforman el mercado de un país, como así también respecto a los contactos que puedan construirse con mercados internacionales.

Siendo los participantes seres humanos, -pues a pesar de concretarse una relación con una corporación, la actividad es desarrollada por personas físicas-, dos características inherentes a ellos, son causal de apariciones de conflictos.

Es así que tanto las motivaciones personales como el concepto de conocimiento, generan sistemáticamente confusiones y discusiones que repercuten en conflictos personales.

En tal sentido, el conocimiento humano de cualquier agente económico tiene una racionalidad acotada, pues debe tenerse presente que el acceso a la información conlleva costos, tanto de tiempo, de dinero, como de acceso, etc..., con lo cual resulta limitada y tal desconocimiento genera dudas e ignorancia, lo cual brinda en ciertas oportunidades el contexto ideal para realizar actividades distintas de las acordadas. Asimismo, siguiendo tal lógica, se analizará oportunamente los conceptos de Información Asimétrica y la existencia de Contratos Incompletos.

Ello nos acerca al otro concepto referido, o sea al de las motivaciones personales, el cual implica un comportamiento oportunístico por parte de uno de los agentes económicos involucrados en la relación. La noción que se describe se relaciona con los actos que realiza toda persona en los cuales prevalecen sus intereses egoístas por sobre los de las otras partes. Esta situación se ve agravada cuando dichos actos son de difícil detección, lo cual facilita, y a veces hasta funciona como incentivo, para que el agente económico lleve a cabo su propósito.

De acuerdo a lo comentado, el rol de los Contratos es de una importancia predominante para concretar las relaciones de agencia. Los contratos son el medio idóneo para pactar ciertos remedios, o mecanismos para evitar mayores costos derivados de los problemas de agencia, pero una óptica moderna del tema, obliga a advertir que no es aconsejable considerar como completos a los contratos, pues teniendo presente las limitaciones de conocimiento expuestas, no será posible considerar y prever todas las contingencias que podrían derivarse de una relación de agencia, como tampoco es imaginable consignar todas las acciones o actividades que puede desempeñar cada una de las partes al cumplir con su rol. Pues ello en si mismo, generaría nuevas clases de conflictos, al necesitar renegociar constantemente lo pactado.

El quid estará en saber crear un “Buen Contrato”, como lo explicara Apreda (2001), en el que el mayor desafío será el de establecer un método de incentivos y controles que motiven a las partes a respetar sus obligaciones, pues les sería más beneficioso cumplirlas que apartarse de ellas.

Confeccionado el contrato, lo lógico sería interpretar que cada una de las partes que se ha sometido voluntariamente al mismo, debería cumplir con sus obligaciones respecto de la otra parte. Sin embargo, tal cual lo analizaremos a continuación, existen varias explicaciones que nos harán comprender por qué no resulta tan obvia nuestra primera conclusión.

La teoría de la Información Asimétrica nos demuestra que no siempre una contratación permite interpretar que la relación de agencia conformada no traerá aparejada alguna sorpresa.

En tal sentido, al encontrarse desarrollando el agente económico su tarea, puede éste realizar acciones o tomar decisiones distintas de las pactadas, si ellas lo benefician. Esta situación es conocida como Actividades Ocultas, y nos advierte de que no siempre podremos conocer las reales actividades que se encuentran realizando los agentes, por lo que debe ser considerado como parte integrante de la relación.

La consecuencia que dicha situación provoca, es directamente la de un problema de agencia, llamado Riesgo Moral, donde el conflicto creado se conoce recién con las consecuencias y resultados del actuar oculto, momento a partir del que se pueden interpretar concretamente los costos de la contratación, y la forma en que deben ser solucionados.

La forma para intentar descubrir aun de forma parcializada esta clase de conflicto, es el de intentar establecer ciertas pautas o características que sólo ciertas personas podrían cumplirlas o aceptarlas, esta técnica es llamada de Escudriñamiento.

Asimismo, al momento de contratarse a una persona, nuestra racionalidad acotada, y la posibilidad de acceder únicamente a la información que nos brinda la otra parte, lo cual nos coloca en una situación de desventaja, en la que no podremos detectar las reales características, preferencias o condiciones del otro, nos conlleva a considerar un margen de error en nuestra elección. Esta situación es denominada como Información Oculta. También nos encontramos ante una situación de conflicto, pues al no tenerse conocimiento verídico, es común que se seleccione sin poder identificarse a quienes son

más capaces de los que no lo son, siendo todos los agentes económicos tratados de la misma forma, o sea, forman parte de un promedio. Ello produce, que quienes no tenga tantas posibilidades por su menor capacidad para cierto trabajo, las aumenten, mientras que con aquellos que si las tienen ocurre lo contrario. Esta problemática es denominada Selección Adversa, y generalmente los agentes que quieren evitar sufrir esta situación conflictiva, intentan neutralizar esa situación gravosa a través de un sistema de Señalización, el cual no es otra cosa, que permitir a la otra parte acceder a un conjunto de información más amplio, y permitir que diferencie las situaciones personales de cada agente.

Como se viene mencionando, existen costos asociados con cada uno de los estados posibles, en tal sentido se provocan los mismo tanto al diseñarse el contrato (asesores legales, de impuestos, de verificación de la información), negociarlo, como de búsqueda de la otra parte.

También se generan de la actividad de Monitoriar y controlar, lo cual implica informes, o negociar restricciones que repercutirán directamente en montos de dinero, o en pérdida de flexibilidad y disponibilidad, según cual fuere la negociación. Asociado con esta idea, los incentivos para ganar la lealtad del otro, son un costo evidente.

Finalmente, se pueden encontrar los costos de los propios problemas de agencia derivados de las situaciones expuestas en este título.

III. CONCEPTO Y VARIEDADES DE TEMAS QUE TRATAN LOS “COVENANTS”.

Los covenants, siguiendo lo expresado por Cliffords W. Smith, Jr et al. (1979) son provisiones, o limitaciones que asume una de las partes contratantes, con el objeto de comprometerse a no realizar ciertas actividades, y a no tomar ciertas decisiones (que serán descritas), con las cuales, de no existir la cláusula, pudieran perjudicar a la otra parte.

Para clarificar la idea esgrimida, lo delinearé al concepto con el supuesto de una adquisición de bonos (obligaciones negociables). En consecuencia analizaré cada una de

las situaciones que son generalmente objeto de covenants, para luego, en el siguiente punto, revisar cual es su función respecto de los conflictos de agencia anteriormente comentados.

El primero de los casos que se trata, es el de Pago de Dividendos. Al momento de emitirse una obligación negociable, y valuarse la misma, se considera la política de pago de dividendos presente de la empresa emisora.

Asimismo, la venta de activos, no sólo provoca el mismo efecto, sino que conlleva el agravante de liquidar la garantía común que dispone la empresa. (se verá con más detalle al comentar el covenant sobre el tema).

El segundo caso es el problema de los Derechos Diluidos.

Suele suceder que una empresa de estilo conservador, me refiero a corporaciones que invierten en proyectos de baja tasa de riesgo, al emitir sus obligaciones negociables, basada en tal situación estable, ésta exija una cotización “x” en particular.

Ahora bien, si con posterioridad a la colocación de los bonos, la empresa pudiera disponer con total libre albedrío de su política de inversión, es más que seguro, que cambiará drásticamente la misma, invirtiendo en consecuencia en proyectos con mayor tasa de riesgo y por ende de rentabilidad; pues el nuevo riesgo asumido será a costo de los acreedores, quienes si el proyecto es redituable cobran la misma suma de dinero acordada por pago de intereses, y en cambio si el proyecto es malo, pueden perder sus acreencias. A su vez, es inverso el resultado para los accionistas, quienes sin asumir riesgos concretos de tipo monetario, pueden obtener grandes ganancias en caso de ser exitoso el proyecto de inversión tomado, pudiendo así pagar las deudas de la empresa y al mismo tiempo generar ganancias extras.

Surge nuevamente en forma clara la necesidad de regular este tipo de maniobra, por parte de los tenedores de obligaciones negociables, quienes, de lo contrario no podrían evitarlo.

El tercer caso es el referido a la llamada Subinversión. Este caso en análisis, tiene relación con lo narrado anteriormente, es más funciona como complemento pues cubre la otra cara de la moneda del problema.

Al respecto cabe decir que generalmente es aceptado que gran parte del valor de las empresas proviene de considerar las posibilidades de invertir en proyectos futuros que tiene. Resulta entonces, que si de dicha estimación se calcula el valor de los bonos, si con posterioridad la empresa decidiese dejar invertir o rechazar proyectos con valor presente positivo bajo, toda vez que los resultados de las inversiones serían sólo percibidas por los acreedores, no quedan dudas que el valor de las obligaciones negociables perderán gran parte de su valor.

Finalmente, suelen analizarse temas que se encuentran sumamente relacionados con la Política de Financiamiento, y la emisión de nuevos títulos.

Como podrá especularse, la emisión de nueva deuda en los mismos términos de privilegios que la anteriormente emitida, o mejores, o por plazo menor y monto importantes; repercute negativamente sobre el valor del título original.

Es por ello, que se toman previsiones para asegurar que la deuda original se asegure el cobro con prioridad, o que se le garantice en forma especial el mismo.

Una situación particular que merece ser comentada, es la referida a las restricciones en el precio de compra del bono.

Siendo consiente el Mercado de varias de las situaciones que se describieron, y que se intentarán evitar, es natural que se descuenta en forma inmediata del valor estipulado por la empresa, un porcentaje del valor (otras veces se encuentra este conflicto en la exigencia de una tasa de interés mayor).

Resulta por ende lógico, que el acreedor solicite una reducción del precio, a los fines de evitar perder dinero en forma inmediata por el sólo hecho de que el título que adquiere cotice en el mercado de Capitales.

IV. RELACIONES ENTRE COVENANTS Y PROBLEMAS DE AGENCIA.

IV. 1. ACERCA DEL CONFLICTO ENTRE ACREEDORES Y ACCIONISTAS.

Nuevamente, siguiendo a Clifford W. Smith, Jr et al.(1979), el primer acercamiento de la relación entre los covenants y los problemas de agencia, surge de analizar cual es el efecto de intentar controlar estos conflictos, según el reflejo que se obtiene sobre el valor total de la empresa emisora.

Dos hipótesis pueden ser analizadas. Una por la cual se interpreta que no hay modificaciones en el valor de la empresa, y que se denomina, Hipótesis de la Irrelevancia, y otra, por la cual se obtiene un conclusión opuesta, y es conocida como la Hipótesis de Relevancia (costos) de los covenants contractuales.

A través de la primera de ellas, sus autores manifiestan que la forma en que se intente controlar el conflicto no modificará el valor total de la empresa, ello lo explican a partir de las siguientes causas.

Explican que en el caso de ser la política financiera fija, se parte de la premisa de que los cash flows netos ya están prefijados y arreglados, y que la política de la empresa no será otra que obtener esos resultados anticipados, o al menos hacer todo lo posible para obtenerlos.

Entonces el análisis sobre el efecto de los covenants, será respecto de la forma de distribución de la riqueza generada entre Accionistas y Tenedores de los Bonos, pero no sobre el valor total de la empresa, el que se mantendrá invariable.

La otra posibilidad de análisis, es la de especular con que la política financiera no es fija, en este caso, aun ante la falta de anticipación de los futuros cash flows netos, y frente a la idea de que los accionistas tratarían únicamente de beneficiarse a ellos mismos, los autores de esta hipótesis manifiestan, que por razones ajenas a los covenants, los accionistas no deberían tomar esa clase de decisiones egoístas contrarias a los intereses de la empresa y acreedores. Y en cambio intentarán maximizar el valor de la empresa.

Ello se debe a que el Mercado pretende que la empresa sea quien maximice sus beneficios, y no solamente los accionistas, por lo tanto ante el temor de sufrir las consecuencias negativas de ser catalogados como una empresa no rentable, y así cerrar nuevas posibilidades de crédito futuro, es que finalmente el valor total de la corporación no se modifica.

De la segunda hipótesis, debe rescatarse dos ideas nucleares a través de las cuales pretenden explicar el valor de los covenants para que la empresa maximice su valor, y por lo tanto comprender que tienen un rol activo en la formación del valor total de la empresa.

Los seguidores de esta teoría establecen que los accionistas, por más presiones que pudiera ejercer el Mercado, de todas formas buscaran satisfacer sus intereses personales por sobre los de la empresa y los tenedores de obligaciones negociables, tratando de maximizar solamente el valor del "Equity".

Además dejan aclarado que los covenants generan costos, pues influyen directamente sobre las decisiones de la empresa (entiéndase, inversión, financiación, y pago de dividendos).

Pero también se especula con que los covenants son la causa de la elevación del valor de la empresa, al imponer ciertas restricciones. El otro objetivo que destacan de los covenants, es el de evitar mayores costos de un monitoreo constante sobre cada accionar de la empresa, lo cual hubiera repercutido no sólo en el precio y la tasa de interés final exigida, sino también en mayores exigencias por gastos extras que tuvieran que asumir los acreedores.

Aclaran los expositores de esta hipótesis que solo un número de covenants resulta eficiente, pues debe tenerse presente que una empresa sin deuda tienen cero costo por covenants, pero no cabe duda que acudir al leverage y beneficios impositivos creados por la deuda es beneficioso para aumentar el valor de la empresa, siendo por lo tanto

importante no abusar en las restricciones pues de lo contrario todas las partes intervinientes se quedarán sin ganancias.

El segundo acercamiento proviene de analizar en forma particular las consecuencias y efectos que causan los covenants dentro de cada uno de los temas mencionados anteriormente, y en su caso ver si solucionan o generan mayores costos.

Por lo que explicaré en forma particular la función y objeto de cada clase de Covenants más conocidos y utilizados en las relaciones de agencia:

IV 1. 1. Restricciones en la política de Producción e Inversión.

El Objeto de esta clase de cláusulas es el de especificar que clase y tipo de proyectos puede la empresa que se endeuda aceptar en el futuro, y por ende, restringir el libre albedrío de ella a la hora de invertir o sobre las decisiones de incremento o disminución de su producción.

En otros casos la restricción es de otra índole, es decir, únicamente se fija una línea de inversión o de producción que la empresa debiera seguir y cumplir; en tal sentido, se establece que todos los proyectos que arrojen un valor presente neto positivo deben ser adoptados y llevados a cabo.

IV.1.1.a. Restricción en Inversiones.

Las formas más comunes a través de las cuales se esgrimen los objetivos ya expuestos son con restricciones en temas de compras de participaciones en otras empresas, en el otorgamiento de préstamos o refinanciaciones, o para el destino de ganancias acumuladas por la empresa a proyectos inherentes a su actividad comercial.

Asimismo, las restricciones pueden ser parciales, o ser de carácter total. Lo más común es que se adopten de una forma parcializada, y por lo tanto se considere como índice para fijar los límites a los Activos de la empresa, un monto de dinero preacordado, o un porcentaje en relación con el capital y la deuda que conforme la estructura de financiamiento de la empresa.

La problemática que se advierte en este tipo de cláusulas, es que si se las hace demasiado rígidas, puede hacer que la empresa se pierda buenas oportunidades de inversión, o que renegociar con los acreedores sea excesivamente costoso para la empresa, y prefiera dejar pasar buenas oportunidades de crecimiento.

IV. 1. 1. b. Restricción en la disponibilidad de Activos.

Lo que se busca en general es evitar que la empresa venda parte sustancial de sus activos, y así esfume la garantía común de los acreedores, o que produzca una pérdida de valor en la empresa y en consecuencia los bonos emitidos se desvaloricen ante el crecimiento en la posibilidad de que se incumpla con los pagos de intereses acordados y se entre en una cesación de pagos.

Por ello, se establecen prohibiciones de vender, alquilar, transferir o disponer de una parte sustancial de los activos y/o plantas de manufactura o producción, como cualquiera de las divisiones de ellas; salvo que se traten de aquellos que son indispensables para el normal funcionamiento de la empresa, o que hagan a la actividad diaria de ella. En otros casos, se establece un método de negociación o más conocido como “veto power”, o que se garantice que la venta es con el fin de comprar nuevos activos que sustituyan los que se venden.

Otra posibilidad es la de fijar un monto de dinero dentro del cual la empresa puede manejarse libremente, o que las ventas sean destinadas para el pago de la deuda debida.

IV. 1. 1. c.. Bonos Securitizados.

Esta es una vía elegida generalmente por la empresa que se endeuda para lograr mantener una amplia flexibilidad en su política de inversión, toda vez que garantiza a los acreedores con bienes de gran importancia o valor para ella el repago de la deuda, con lo cual intentan despreocupar a los

acreedores, y al mismo tiempo obtener libertad y oxígeno para tomar decisiones.

El camino elegido para llevar a cabo esta clase de títulos, es la de fundar un vehículo al cual se le entrega la propiedad de los bienes, ello con el fin de que no puedan ser atacados por otros acreedores, ni por la misma empresa. En otras ocasiones, se entrega la propiedad en forma directa a los acreedores, y estos son los que se obligan a no disponer de ellos amén de que incumpla la empresa con sus obligaciones, evitándose así trámites engorrosos de ejecución por vía judicial o de subastas extrajudiciales, quedando finalmente un acuerdo por el cual se establece que una vez saldada la deuda, se devuelve el activo a la empresa.

Debe aclararse, que generalmente la entrega de bienes de tanta importancia para la empresa, como las marcas o patentes, pueden transformarse en un arma de doble filo, pues si bien es correcto predecir que se obtendrá mayor libertad de acción con esta clase de títulos, también debe considerarse que ante la posibilidad de obtener resultados menores a los pensados, y no poder afrontar las deudas asumidas, la empresa no solo podrá ser declarada en cesación de pagos, sino que perderá automáticamente el núcleo de su actividad, y le será casi imposible recuperarse con posterioridad.

IV. 1. 1. d. Restricciones en Fusiones y Adquisiciones.

Ocurre que muchas veces frente a una fusión o adquisición, la valuación de la empresa pueda variar, tanto sobre la tasa de endeudamiento (hay que considerar la que pueda asumir de la otra empresa) como sobre el ratio deuda con activos, lo cual evidentemente traería aparejada una pérdida para los tenedores de los bonos.

Para evitar esta clase de dificultades, lo común es establecer ciertas pautas que deberían cumplirse para que la operación se pueda llevar adelante, en tal sentido es habitual que se impongan un margen mínimo de ganancia que debiera resultar de la fusión o adquisición, o que se otorgue una garantía en

partícula que permita asegurar a los acreedores sus deudas, y que no se verían arrastrados por una negociación deficiente a perder sus acreencias.

La otra cara de la moneda se da por las restricciones para evitar ser adquiridos o fusionados. El objetivo es acordar que la empresa intenta evitar este tipo de maniobra por parte de otras empresas, para así conseguir los acreedores no ver diluida su acreencia.

También se acuerda que se le otorgue o mantenga la preferencia para el cobro con relación a los acreedores de la adquirente, con lo cual transfieren el riesgo y el problema a los acreedores de la otra empresa, quedándose ellos a resguardo.

IV. 1. 1. e. Exigencia de Mantener ciertos Activos en la empresa.

Es una herramienta a partir de la cual los acreedores pueden advertir, cual será el desenlace final de la empresa, y por ende, al descubrir que la empresa atraviesa dificultades serias, las que se representan a través de la pérdida de una cantidad prefijada de activos, comienzan una renegociación de su deuda a los fines de no perder la totalidad de la misma.

La forma más habitual de plasmar esta cláusula, es por intermedio de la obligación de la empresa de mantener el Capital de Trabajo (me refiero a la diferencia que se produce entre el Activo Corriente y el Pasivo Corriente). Ello es una muestra fiel de que la empresa en el supuesto de no mantener el capital de trabajo, no podrá financiar sus deudas exigibles del año, con sus ingresos exigibles del año, lo que manifiesta un estado de ineficiencia, y obliga a predecir un futuro estado de cesación de pagos.

IV. 1. 2. Restricciones en la política de Dividendos.

El pago de dividendos implica la traslación de ganancias obtenidas por la empresa a manos de los accionistas, esto no tendría nada de malo, a no ser que dichos pagos repercutan en pérdidas para los tenedores de los bonos, quienes ven caer la valuación de sus títulos cuando la empresa anuncia que ha entregado sus ganancias a los accionistas y ha dejado a los acreedores con

las manos vacías. Asimismo la empresa pierde disponibilidad dineraria para continuar con sus inversiones o para mantener los niveles de producción.

Finalmente la forma en que se financien los dividendos que quieran distribuirse puede provocar una disminución en las acreencias de los acreedores, quienes en el caso de no prevenirlo, pueden ver como los bienes de la empresa son afectados a tales fines, y no para garantizar sus derechos.

No siempre se aconseja prohibir el pago de dividendos, pues ello llevaría al extremo de desalentar a los accionistas a tomar decisiones a favor de la empresa, pues de todas formas no obtendría beneficios de ninguna de las actividades que realizan hasta no saldar toda la acreencia tomada. Por ello se aconseja que las restricciones deben radicar en la forma en que se decida financiar los dividendos, o sobre las circunstancias que deberían acontecer para que se lleven a cabo.

Cláusulas mayormente ideadas:

IV. 1 .2 .b .Restricción en el pago de Dinero en Efectivo (Cash).

IV. 1. 2. c. Restricción a la recompra de Acciones.

IV. 1. 2. d. Método por el cual se permite el pago de dividendos en función de las ganancias obtenidas por la empresa.

IV. 1. 3. Restricciones en la política de Financiación.

Una preocupación que tienen los acreedores al comprar los bonos es la de qué sucederá con su acreencia para el supuesto caso en que la empresa necesite un nuevo financiamiento y acuda por ende a emitir más deuda. Ello es lógico, pues ante tal supuesto, lo normal sería que los acreedores vean como su capital se diluye al tener que compartir las ganancias generadas por la empresa con nuevos sujetos.

El problema más común al negociarse estas cláusulas es el de poner a la empresa en la obligación de financiarse para invertir con sus propias ganancias. Lo cual puede hacer disminuir el valor total de la empresa, pues

los accionistas no tendrá suficientes incentivos para mantener una política activa de inversiones positivas, y asimismo sobre la posibilidad de distribuir dividendos entre los accionistas.

IV. 1 .3. a. Límites respecto de la emisión de nueva deuda, o contraer nuevos préstamos.

Generalmente estas restricciones tienen el fin de evitar la situación ya mencionada ut-supra, por lo que la prohibición no es simplemente dejar sin financiamiento a la empresa, sino proteger a los acreedores primarios, para ello se acuerda que debe respetarse la preferencia otorgada, o en el caso de darse una mejor (un bono securitizado), se eleve la de ellos a tal nivel.

Otras veces se acuerda simplemente un plazo por el cual no se podrá emitir nueva deuda “clean-up”, o los límites son dados por ciertos ratios (Activos/deuda, Capital/deuda, Valor de la empresa/Deuda, Ganancias/inversión, o por el Capital de trabajo), o simplemente establecer un monto total por el cual podrá endeudarse la empresa.

El complemento ideal es el de poner los siguientes límites, con el objeto de que la empresa no cree nueva deuda por medios alternativos:

IV. 1. 3. b. Límites para ser garante o abrir nuevas filiales.

IV. 1. 3. c. Límites para acordar rentas o contratos de leasing.

IV. 1 .4 .Cláusulas de modificación de la estructura de pagos de los Bonos.

Las cláusulas que se mencionan a continuación tienen en común que permiten obtener una disponibilidad mayor sobre la dirección de la empresa en forma anticipada por parte de los accionistas.

IV. 1. 4. a. Cláusula de pago fraccionado (Hundimiento)

Lo que se acuerda es que con cada pago de intereses también se abona una parte del capital prestado, así se va cancelando una parte de la deuda desde el comienzo de la relación, lo cual permite que los acreedores vean disminuidas las posibilidades de que no se les devuelva el capital otorgado, con lo cual

las limitaciones sobre la dirección de la empresa son menores, toda vez que no debe esperarse hasta la finalización del plazo acordado.

IV. 1. 4. b. Conversión en acciones.

La idea subyacente es que los accionistas no podrán afectar la acreencia de los acreedores por el sólo hecho de invertir en proyectos arriesgados, pues los tenedores de estos títulos ante la posibilidad de que se hayan generado ganancias mayores a las que correspondan al pago de los intereses, preferirán convertirlas en acciones y participar de las mayores ganancias obtenidas. Asimismo permite trabajar con libertad a los accionistas, pues de obtenerse mayores beneficios a partir de mayores riesgos asumidos, los acreedores participarán de ellos, por lo que apoyarán a tales clases de proyectos también.

IV. 1. 4. c. Cláusulas de Rescate.

La idea inherente a esta cláusula es la de permitir abonar la deuda antes del tiempo estipulado, evitándose así continuar con el pago de intereses y continuar dentro del campo de restricciones de dirección de la empresa, lo cual otorga nuevamente libertad de decisión, a cambio del pago de una prima de compensación.

IV. 1. 5. Restricciones respecto de las actividades de lealtad de la firma (Bonding).

A través de las diversas cláusulas comentadas a lo largo de este título, se podrá haber advertido que varias de las limitaciones acordadas implican una actividad de control y de monitoreo, el cual implica un costo importante para los acreedores (y también para los accionistas si fuera el caso).

Ello obliga a negociar acerca de quien debería hacerse cargo de dichos costos. Siendo por ende que los acreedores pedirán un descuento sobre el precio que paguen por el bono a los fines de compensar los gastos en que incurrirán en el futuro, y la empresa tratará de ofrecer mejores servicios de información para hacer más fácil la vigilancia de las restricciones acordadas

y así percibir un monto mayor y más asimilable al de cotización en el mercado. A tal fin se mencionan algunos servicios que se prestan:

IV. 1. 5. a. Reportes Requeridos y Plazos para su presentación.

Esta es una posibilidad de facilitar la recaudación de información parte de los acreedores, pues el servicio consiste en que los mismos informes que reciben los accionistas, auditados por empresas terceras de reconocida trayectoria, también sean enviados a los acreedores (y adicionando también información que haga a cláusulas especiales que se acuerden).

IV. 1. 5 .b. Especificación de la Reglas Contables Utilizadas para confeccionar los Balances y otros informes.

Resulta indispensable que a la hora de recabar la información tanto acreedores como accionistas manejen los mismos códigos y principios contables, pues de lo contrario podrían ser infladas ganancias presentes en detrimento de otras futuras, o incurrirse en errores de interpretación y por ende entrar en conflictos que pueden ser evitados.

IV. 1. 5. c. Certificados emitidos por Oficiales de la Empresa, por los cuales aseguren el cumplimiento de todas las obligaciones asumidas.

Es de practica común considerar que las suscripciones de los informes por parte de los Presidentes, Vicepresidentes, Tesoreros y Síndicos de la empresa, es un mensaje de la veracidad de la información allí inserta, pues de lo contrario todos los principales directores de la empresa estarían asumiendo una responsabilidad personal respecto a los acreedores, y estarían poniendo en juego sus propios patrimonios.

IV. 1. 5. d. Exigencias de Seguros

Un camino alternativo, es el de la contratación de un seguro, con lo cual la Compañía sería quien asumiría el rol de contralor, y asimismo exigiría a la firma de la póliza que la empresa acredite haber dado cumplimiento a los requisitos básicos, lo que permite a los acreedores obtener mayor confianza sobre la empresa en la que invierten.

IV. 2. ACERCA DEL CONFLICTO ENTRE ACCIONISTAS Y DIRECTIVOS DE LA EMPRESA.

Muchas veces ocurre que los directivos de las empresas manejan las ganancias conseguidas en forma omnipotente, y a los fines de satisfacer intereses personales, olvidándose de cumplir con las expectativas de los accionistas.

Ante tales situaciones, los accionistas utilizan como método de imponer disciplina, la emisión de títulos de deuda, y así incorporar en la vida de la empresa a nuevos inversores, que serán los acreedores.

El rol que le otorgan los accionistas a estos acreedores, lo es al único fin de imponer una política restrictiva sobre los directivos de la empresa, obligando a que asuman nuevas formas de dirigencia. En tal sentido, deberán preocuparse por obtener buenos resultados a corto plazo, para afrontar el pago de los intereses, asimismo por emitir información más completa, pero sobre todo tendrán limitaciones a la hora de tomar decisiones sobre como invertir y distribuir las ganancias generadas en la corporación.

Los covenants anteriormente expuestos cumplen a la perfección con tales propósitos, por lo que no es extraño pensar que ciertas emisiones de deuda no lo sean únicamente para buscar financiamiento externo. También implica un mensaje fuerte para los directivos, quienes ahora saben que no podrán cometer errores, pues de lo contrario sus puestos podrían correr mayor peligro ante resultados menores de los previstos, o ante decisiones de concretar operaciones sumamente riesgosas y que involucren gran parte de las entradas creadas por la empresa.

Sin embargo, esta clase de presión, puede tornarse problemática, pues puede conllevar a que los directivos asuman un rol extremadamente cauteloso y conservador, como así también, que la deuda pueda aumentar los riesgos de cesación de pago, o que el rol que tomen los acreedores sea demasiado duro y cree dificultades en la creación de las decisiones empresariales para el normal y cotidiano funcionamiento comercial.

V. ANÁLISIS DEL PROSPECTO DE EMISIÓN DE LA EMPRESA MORGAN S.A.

A continuación con el objeto de analizar la redacción y función de los covenants en este prospecto de emisión, procederé a transcribir las cláusulas correspondientes.

- a. Cláusula II. b). Moneda: “Las obligaciones Negociables se emiten en dólares estadounidenses. Los servicios de amortización e intereses se abonarán exclusivamente en dólares estadounidenses, con arreglo a lo previsto en los arts. 617, 619 y concordantes del Código Civil de la República Argentina. En caso que, por razones ajenas a la Emisora, en cualquier fecha de pago de servicios de amortización o intereses, la Emisora no pudiera adquirir dólares estadounidenses con pesos, ya sea, entonces la Emisora abonará los correspondientes servicios de amortización e intereses en pesos, en cantidad suficiente tal que equivalgan, en la respectiva fecha de pago, a la cantidad de dólares estadounidenses adeudados de acuerdo con las presentes condiciones de emisión, y considerando la tasa de cambio que resulte de la venta al contado de una cantidad no menos de U\$S50.000.- en la ciudad de Nueva York a las 11hs. de la respectiva fecha de pago de servicios.”.

El objeto de este párrafo es el morigerar el riesgo de tipo de cambio sobre la moneda nacional (peso). A tal efecto al emitir el título en dólares estadounidenses intenta transmitir seguridad a los acreedores, pues no deberán preocuparse por si la moneda nacional se devalúa o no, pues su acreencia se mantendrá intacta. Con esta cláusula se evita otorgar un gran descuento sobre el precio de adquisición del título, pues evita costos de contratación de contratos a futuro que cubran el riesgo mencionado, pues ya se ha acordado la tasa a la que se hará el cambio de moneda, y asumiendo la empresa el riesgo sobre los Pesos Argentinos.

- b. II. d). Amortización: “Se efectuará en cuatro pagos anuales iguales y consecutivos. Cada pago será por un monto equivalente al veinticinco por ciento al valor nominal total de las obligaciones negociables. El primer pago deberá efectuarse el día 1 de Abril de 2001 y los tres restantes pagos en igual día de cada uno de los años subsiguientes....”.

Esta es una cláusula de hundimiento, la empresa pretende abonar con anterioridad a la finalización del período el capital adeudado, con lo cual no solo disminuye el pago de intereses sobre capital, sino que gana en mayor independencia, al disminuir la acreencia de los tenedores de las obligaciones negociables.

- c. II .g). Garantías: “La emisión se efectúa con garantía común, entendiéndose por tal el patrimonio de la Emisora. La Emisora constituye un fideicomiso de garantía cuyo haber se integrará con los derechos emergentes de la titularidad de la marca comercial “Morgan” y otras relacionadas con la actividad principal de la Emisora....”.

Puede advertirse que se ha creado un bono securitizado a más de la garantía común brindada por la empresa. El objetivo que pretende transmitir es claro. Al comprometer sus activos más importantes (como ser las Marcas) denota el compromiso de la empresa de cumplir con sus obligaciones, caso contrario los acreedores podrán ejecutar dichos activos y cobrar sus acreencias, y la empresa no podrá seguir funcionamiento como tal.

- d. II. h). Compromisos asumidos por la emisora: “En tanto permanezca pendiente de pago los servicios de intereses y amortización de capital de la obligaciones negociables, la emisora se compromete a:

1) No votar ni distribuir dividendos directa o indirectamente, en exceso del 25% de las utilidades del ejercicio de que se trate, y ya sea mediante el pago de bonos, compensaciones, acreditaciones en las cuentas de accionistas, condonaciones de deudas o postergación de su exigibilidad, aún tratándose

de ganancias realizadas y líquidas, o aun en caso de tratarse de pago de dividendos correspondientes a acciones preferidas....”

Se observa una restricción en la política de dividendos, que se basa en un límite porcentual sobre las utilidades que podrían ser repartidas como dividendos para los accionistas.

“2). Obtener y mantener debidamente en plena vigencia y efecto todas las autorizaciones, aprobaciones y licencias que sean o puedan ser necesarias para el cumplimiento de su objeto social”

Se ha intentado establecer una cláusula de las conocidas como de exigencias mínimas sobre los activos que la empresa debiera mantener para permitir el correcto funcionamiento de ella. Digo mantener, pues no se ha acordado qué bienes tangibles deberían acompañar a tales medidas como las estipuladas.

Por lo que podría ser una ficción mantener todas las aprobaciones o licencias vigentes, pero permitir una dismantelación o venta general de los activos que funcionan de soporte para la producción de los productos que llevaran la marca, pues el hecho de tercerizar tal tarea implica nuevos costos no contemplados al momento de la adquisición del título.

“3). No remunerar a sus directores, gerentes y/o funcionarios directa o indirectamente de manera inconsistente con practicas anteriores”

Nuevamente el objetivo ha sido bueno, pero se han utilizado métodos de una interpretación vaga y ambigua. En tal sentido, pareciera más transparente haber fijado cual sería la política de pago de remuneraciones e índices que se considerarían para ello. Además se mencionan practicas que no se explicitan, lo cual crea un vacío en cuanto a la concretas posibilidades de ejercer un control sobre este punto.

“4). No otorgar ni consentir actos que importen para ella fusión, escisión o transformación con o en otras sociedades o tipos societarios”

Se ha creado una prohibición total, con lo cual remontándome a mis comentarios anteriores sobre el tema, ya expuse sobre la inconveniencia de tales cláusulas. Pues nadie puede predecir sobre la bondad de una fusión futura, la cual podría ser beneficiosa tanto para los accionistas como para los acreedores. Esta parece más bien una cláusula redactada en favor de los directivos, quienes no quieren ver correr riesgo sus puestos de trabajos.

“5). No crear ni consentir la creación de filiales, y/o adquirir la calidad de controlante o controlada en cualquier sociedad, ente u organismo al cual se transfieran total o parcialmente las actividades que la emisora realiza en la actualidad o realizará en el futuro; ello excepto que la referida entidad se constituya en fiadora solidaria, lisa, llana y principal pagadora por todas las obligaciones contraídas y asumidas por la emisora bajo las presentes condiciones de emisión”

Aquí con mayor visión futura, se ha adecuado una vía por la cual se podría permitir la concreción de operaciones comerciales de este tipo. Sin embargo, se ha dejado en forma vaga la forma en que se llevaría a cabo la operación contemplada, como así también sobre los beneficios que deberían producirse con ella, pues el sólo hecho de tener más garantes no implica que la operación garantice a la larga el pago de las acreencias.

“6). Contratar y mantener todos aquellos seguros que resultares pertinentes....para la actividad desarrollada por la emisora”

Resulta de buena practica y transmite seguridad a los acreedores la idea de que a la empresa la controlan en su actividad cotidiana compañías de seguros especializadas sobre el tema. Tal vez podría haberse aclarado que compañías serían las que se contratarían, o si estas debieran ser del agrado de los acreedores, o cumplir con ciertos requisitos, lo cual haría más saludable a la cláusula en cuanto a cumplir con su objeto primordial.

“7). Cumplir en tiempo y forma con el régimen de información exigido por las disposiciones reglamentarias aplicables a entidades que hacen oferta pública....”

Comparto la idea de que la empresa que toman prestado el dinero asuma el rol de informar, pues es quien se encuentra en mejor posición para hacerlo, y a quien se le generan menores costos. Considera que incluir a un tercero de larga y confiable trayectoria, haría más honrosa la tarea que cumple esta cláusula.

“8). No reducir su capital....”

Es un buen complemento que debiera estipularse para que la empresa no pueda distribuir dividendos por vías alternativas, como lo es la recompra de acciones. Simplemente para mayor precisión, destaco que debería hablarse de capital social.

“9). No otorgar avales, fianzas u otras garantías.... a favor de terceros, ni pagar deudas de terceros”

Nuevamente se ha pecado de simplicidad, pues aquí habría sido un buen punto para aclarar las condiciones en que la empresa podría otorgar garantías para la toma de nueva deuda en caso de ser necesario.

“10). Mantener, a la fecha de cierre de los estados contables semestrales y anuales, un coeficiente de endeudamiento financiero no superior a 0,70....”

Se fija un nivel de endeudamiento acorde a la cantidad de activos que posea la empresa, lo cual finalmente no garantiza concretamente los intereses de los acreedores, pues vendiéndose los activos y disminuyéndose parte de otra deuda, podría mantenerse el coeficiente, pero haber aumentado el riesgo de cobrabilidad de los restantes acreedores.

- e. II. k). Amortización anticipada: “Una vez transcurridos doce meses contados a partir de la fecha de colocación, la emisora podrá amortizar total o parcialmente las obligaciones negociables antes de los plazos convenidos, dando en pago el monto del capital adeudado y los intereses devengados hasta la fecha de pago....En caso de resolverse una amortización parcial, el pago se efectuará en forma proporcional entre todas las obligaciones en circulación, y sobre el saldo no amortizado continuarán vigentes las condiciones originales de amortización e intereses.”

Nuevamente se hace hincapié en la importancia de que la empresa tenga la posibilidad de rescatar los bonos que ha emitido, con lo cual puede desentenderse de los compromisos asumidos y continuar operando libremente sin necesidad de esperar hasta el vencimiento final acordado. En este caso no se ha establecido ninguna prima de rescate, lo cual denota la fortaleza de la empresa deudora y la importancia que tiene para ella establecer esta cláusula (atento a la gran posibilidad de que haga uso de ella), pues de lo contrario, es más que seguro que se la habría fijado.

- f. II. o). Condicionamiento-Afectación de fondos: “ii) la efectiva aplicación del precitado importe a la cancelación total de los servicios de amortización e intereses correspondientes a la primera emisión de obligaciones negociables de Morgan S.A. conforme los términos y condiciones aplicables a la misma”

Queda de manifiesto, que los acreedores primarios han hecho reserva de sus mejores derechos en su momento oportuno, obligando a la empresa a cancelar su deuda con ellos, antes de obtener nuevo financiamiento por esta vía.

VI. CONCLUSIONES:

En cada uno de los puntos he ido mencionando pequeñas conclusiones acerca de cada una de las posibles situaciones que podrían sucederse.

A modo de complemento pasaré a exponer un resumen de los puntos más sobresalientes e importantes que deben tenerse presente al momento de negociar en una emisión de obligaciones las restricciones con los acreedores (lo que desde ya aconsejo intentar unificar en un representante único de basta trayectoria en el tema).

La conveniencia de los covenants podrá ser evaluada no sólo por la necesidad de conseguir el dinero que se solicita, sino a la luz de la comparación de los costos que se asumen con las restricciones que se acuerden con los beneficios brindados por la deuda incorporada.

Debe tenerse presente que la falta de redacción de covenants no implica necesariamente una “viveza” por parte de los accionistas, pues su falta, acarreará mayores costos y dificultades en la relación con los acreedores, y ya que se dejará latente una serie de responsabilidades civiles, comerciales y penales.

Por ello, su consignación, transmite un mensaje de transparencia no solo para los acreedores, sino frente a los Mercados también. Además su objeto es el de permitir una vía de control prefijada que redunde en beneficio de ambas partes.

Así es que resulta más sencillo realizar un seguimiento sobre las políticas de dividendos y financiamiento, las cuales con una debida redacción, permitirán en forma indirecta controlar la política de inversión, o al menos saber si se han respetado o no las restricciones acordadas.

Por ejemplo, del caso de Morgan S.A., se han señalado ciertas falencias que provocan lagunas y dudas, las cuales redundan siempre en una disminución en el precio de venta del título.

Pero también corresponde agregar, que en el referido prospecto considero que deberían ser incorporadas cláusulas que versen sobre las responsabilidades y obligaciones que deberían asumir los acreedores, pues no debe perderse de vista que

en ciertas ocasiones y frente a ciertos casos extremos puede ser necesario solicitar su aprobación o consentimiento, y que la falta de un camino de negociación y puntos a partir de los cuales se permita al acreedor negar su concesión, puede generar responsabilidades patrimoniales por un comportamiento abusivo, y simultáneamente dañarse severamente el funcionamiento de la empresa.

Finalmente cabe comentar que debe tenerse en cuenta el efecto disciplinario que tienen los covenants sobre las gestiones de los directivos, y por ende se aconseja tener presente que tipo de contratos se han redactado o se redactarán con el management a los fines de no crear obligaciones contrarias para la empresa y que la harían incurrir en faltas.

VII. BIBLIOGRAFÍA.

APREDA, Rodolfo “Corporate Governance in Argentina: New Developments Through 1991-2000”, Working Paper Series S-01-11, 2001, New York University Salomon center, stern School of Business, New York, U.S.A.

APREDA, Rodolfo “Problemas de Agencia”, 2001, Universidad del CEMA, Buenos Aires, Argentina.

DAMODARAN A. “Applied Corporate Finance: An User’s Manual”, 1999, John Wiley, New York, U.S.A.

DEMIRAG, Istemi S. “Corporate Governance, Accountability, and Pressures to Perform an International Study”, 1998, Management School the University of Sheffield, London, England. Jai Press Inc.

Morgan S.A. “Prospecto de emisión y Anexo”, 1999, Separata de la Bolsa, año XCIII, N° 11.189, Buenos Aires, Argentina.

SMITH, Clifford W., jr. and Jerold B. WARNER “On Financial Contracting, An Analisis of Bond Covenants”, 1979, University of Rochester, New York, U.S.A.,

Journal of Financial Economics 7 (1979) 117161, North-Holland Publishing
Company.