

Universidad del CEMA
Maestría en Finanzas
Law and Finance

ACREEDORES vs. ACCIONISTAS
EL CONFLICTO DEUDA-EQUITY ANTE EL
FINANCIAL DISTRESS

FACUNDO CASTILLO VIDELA

BUENOS AIRES, FEBRERO DE 2009

ABSTRACT:

Aún suponiendo que acreedores y accionistas de una firma pretendan que esta maximice su valor, cuando median problemas financieros - puntualmente ante un concurso preventivo- los segundos pueden perjudicar a los primeros aprovechando su posición. Una vía para intentar mitigar el riesgo de que esto suceda puede ser generar una mayor interacción entre ambos grupos de proveedores de capital en el marco de un concurso preventivo, por vía de una reforma legislativa de nuestra ley de Concursos y Quiebras, con reglas similares, en lo pertinente, al Bankruptcy Code de los Estados Unidos, sin perder de vista la morigeración que el case law ha hecho en la aplicación de tales reglas.

INTRODUCCIÓN

Una de las cuestiones más intrincadas –cuando no polémicas- que tiene el derecho concursal, no solo en nuestro país sino a nivel mundial, es la puja natural que existe entre el *equity* y los acreedores de una firma cuando hay problemas financieros.

Tanto los *equityholders* como los acreedores son por definición, proveedores de capital de la firma, y como tales, reclamarán flujos de caja de esta. Por cierto, el escenario es mucho más complicado cuando tales flujos son insuficientes para satisfacer la demanda de los mencionados proveedores de capital.

Así, cuando una empresa se presenta en concurso preventivo bajo la ley Argentina, se producen varios efectos jurídicos que impactan directamente sobre la relación acreedores/deudor concursado, que permiten –*rectius*: no impiden- que todo el sacrificio de la restructuración pretendida recaiga sobre los acreedores de la firma. Si bien esto puede ser pensado como lo menos perjudicial para ciertos casos en particular¹, lo cierto es que en la gran mayoría de los casos el sacrificio mayor es sufrido por la deuda. Es más, también en muchos casos, el *equity* no pierde aún tomando proyectos de inversión con altas probabilidades de tener un VAN negativo.

Del otro lado, y contrariamente a como está regida esta relación en el régimen concursal argentino, el código de bancarrotas (Bankruptcy Code) de los Estados Unidos, como así también su doctrina y principalmente el *case law* han dado lugar a teorías y reglas que intentan

¹ Podría haber determinadas empresas que por determinadas circunstancias (periodicidad en la percepción de flujos, el ratio deuda/*equity*) haga que la mejor solución sea esa. Desde luego, dicha solución deberá encontrar su justo límite en el parámetro de abusividad de la propuesta (art. 52 inc. 4 LCyQ y art. 1071 del Cód. Civ.).

moldear una morigeración a esta potencial pérdida, pretendiendo balancear tal desequilibrio.

Claro que esto es viable por una cuestión no menor: el Bankruptcy Code ve a los accionistas como proveedores de capital de la firma, al igual que a los acreedores. Por tal razón, tanto acreedores como accionistas, en su calidad de *reclamantes de flujos de caja* (stakeholders) son protagonistas –a punto tal de ser categoría obligatoria- dentro de la reorganización (bajo el Chapter XI) o liquidación (bajo el Chapter VII) del deudor. Si bien esto se patentiza en el caso de la quiebra o liquidación societaria en nuestro ordenamiento jurídico, toda vez que los acreedores tendrán vocación al remanente (arts. 109 de la Ley Sociedades Comerciales y 209 de la Ley de Concursos y Quiebras), esta *categorización de stakeholders* –y no solo de acreedores- está ausente en el concurso preventivo argentino.

El presente trabajo tratará el rol del equity y la deuda –como así también de los administradores societarios- ante la insolvencia de la firma, observando el rol de los accionistas en el Bankruptcy Code y el que tienen bajo nuestra Ley de Concursos y Quiebras, pensando en eventuales soluciones de *lege ferenda* para nuestro ordenamiento local.

1.- Comportamiento del equity ante el Distress Financiero. Puntos de contacto con nuestra ley de concursos

Cuando una empresa tiene problemas, los intereses entre acreedores y accionistas pueden (suelen) entrar en conflicto, aún cuando ambos grupos de proveedores de capital deseen su recuperación. Es así que cuando hay insolvencia, acreedores y accionistas son como algunos partidos políticos: unidos en grandes temas, pero amenazando con pelearse por cualquier cuestión específica².

Sostiene Villegas³, citando a Merton Miller, que al existir deuda el derecho contingente de los accionistas deviene más riesgoso, lo que es derivación natural de la mayor variabilidad de las tasas de retorno que asumen los accionistas cuando aumenta la deuda. Sostiene el citado autor que el mayor peligro que asumen los acreedores es que los accionistas ejerzan su derecho de no pagar, que emana del básico principio de responsabilidad limitada.

Posicionados desde el lado del *equity*, y dado un escenario de insolvencia, los accionistas se apartarán del objetivo de maximización del valor de la firma, y se verán tentados a jugar a costa de sus acreedores. En resumidas cuentas, los accionistas podrían jugar cualquiera de los siguientes juegos⁴:

² BREALEY, Richard A. y MYERS, Stewart C. *“Fundamentos de Financiación Empresarial”*, Quinta Edición, Ed. Mc. Graw Hill, pág. 353.

³ VILLEGAS, Marcelo “Una visión financiera del derecho de la insolvencia. La reestructuración de la deuda privada” L.L. Sup. Esp. Acuerdo Preventivo Extrajudicial, noviembre 2004.

⁴ Para una completa comprensión de los juegos ver BREALEY, Richard A. y MYERS, Stewart C. *“Fundamentos de Financiación Empresarial”*, Quinta Edición, Ed. Mc. Graw Hill, pág. 354 y s.s.

(a) Traslación del riesgo de proyectos hacia los acreedores, lo que incentivará tanto a tomar proyectos con VAN negativo –y por ende destruyendo valor en la firma- como a tomar proyectos muy riesgosos⁵.

(b) Ausencia de nuevas contribuciones al capital social: esto por cuanto si el riesgo económico es constante, cualquier incremento de valor se repartirá entre *equity* y deuda. Esto desincentivará a los accionistas a aportar más capital, quienes bajo este escenario tendrían todo por ganar.

(c) Posibilidad de que los accionistas pretendan tomar dinero de la compañía bajo la forma de dividendos, en época de insolvencia, y durante la tramitación de un proceso concursal⁶.

(d) Ganar tiempo, realizando maniobras (ej. recorte de gastos operativos) que permitan mantener en el tiempo resultados positivos, e intentando salvar lo que puedan, teniendo en cuenta que los acreedores, con el mismo afán pueden estar dispuestos a concederlo.

(e) Posibilidad de que ante una política conservadora y sin estar en insolvencia, la empresa se endeude de manera abrupta, quedando atrapada en la insolvencia. La pérdida de los antiguos acreedores será la ganancia de los accionistas⁷.

Ahora bien, a todo lo desarrollado hasta aquí cabe hacer una aclaración: estos juegos serán llevados a cabo por el *management* si actúan exclusivamente en interés del *equity* y no de sus acreedores.

⁵ Además de la obra citada en la nota anterior, ver trabajo de Lucian ARYE BEBUCK “*Ex Ante Costs of Violating Absolute Priority in Bankruptcy*”, *Journal of Finance* 445-460 (2002). En dicho trabajo, se plantea una cuestión interesante, como es que las desviaciones a la *absolute priority rule* –regla que veremos en el punto 3 del presente trabajo- pueden generar ciertos efectos beneficiosos ex ante, aunque (según opinión del autor citado) las desviaciones ex post efectuadas por los accionistas también tienen efectos negativos sobre las decisiones que estos tomen ex ante, agravando el problema del riesgo moral (*moral hazzard*), por generar incentivos a la elección de proyectos riesgosos, y modificando la política de endeudamiento y dividendos.

⁶ Si bien la administración bajo nuestra ley se encuentra bajo la vigilancia del síndico, nada impide que los accionistas distribuyan dividendos.

⁷ Aclaramos: apuntando esta hipótesis no tenemos en cuenta ningún supuesto de ineficacia concursal (arts. 118 y 119 LCyQ) en caso de quiebra posterior.

Sin embargo, como explicaremos luego, los administradores de una sociedad insolvente deberán también tener en cuenta su deber genérico de no dañar –principio *alterum non laedere* contenido en el art. 19 C.N.- a los acreedores de la firma. Más aún en época de “vacas flacas”.

2.- Efectos (para el equity) de la presentación en concurso preventivo.

La Ley de Concursos y Quiebras argentina establece ciertos efectos jurídicos sobre el patrimonio del deudor concursado preventivamente y el de sus acreedores. Así, el patrimonio del primero se ve “fotografiado” a la fecha de presentación en concurso, en el que todos los créditos por cobrar de fecha anterior a este se encuentran inmersos. Asimismo, por regla general, las acciones de contenido patrimonial contra el concursado, quedan suspendidas⁸.

También se generan efectos que pesan directamente sobre el deudor, que funcionan como una suerte de *covenant* legal⁹: (1) el deudor mantiene la administración de su patrimonio bajo la vigilancia del síndico y (2) los actos de disposición y aquellos que excedan la normal administración requerirán autorización judicial.

Ambos efectos patrimoniales, aunque el (1) en lo inmediato, tienen que ver con el comportamiento del *equity*, el que por vía del órgano de administración de la firma conducirá los destinos de la misma durante la tramitación del concurso. Pero fuera de estos dos efectos –que impactan en forma indirecta sobre el *equity*- no existe previsión legal en nuestra ley de bancarrotas que pudiera afectar, u obligar de alguna forma a los accionistas a interactuar con los acreedores concursales. Las únicas

⁸ En sentido similar, la Section 362 del Bankruptcy Code prevee el *automatic stay*.

⁹ Aunque existen otras disposiciones que también pueden entenderse *covenants* legales, por ejemplo, el informe que realiza el síndico en forma mensual sobre el estado patrimonial de la concursada (art. 14 inc. 12 LCyQ), o el propio informe general del síndico (art. 39 LCyQ).

intervenciones directas que se muestran en nuestra ley para los concursos preventivos que tienen que ver con la interacción del *equity* en un concurso preventivo son tres:

- (a) La ratificación de la presentación en concurso preventivo que hubiera efectuado el órgano de administración (art. 6 LCyQ).
- (b) La exclusión de voto de los accionistas controlantes de la deudora y
- (c) La posibilidad del deudor de ofrecer, como propuesta de acuerdo, la capitalización de deudas (que podría alterar la posición de los accionistas originales).

Se advierte entonces que el *equity* tendrá esos –y solo esas– limitaciones en el marco de un concurso preventivo. Pero, a nuestro juicio, la Ley de Concursos y Quiebras no genera incentivos suficientes al *equity* para que no juegue a los juegos explicados más arriba, ni permite equiparar los intereses de ambos grupos de proveedores de capital, o al menos repotenciar los de los acreedores. Al no constituir una categoría obligatoria en el proceso, el *equity* no tendrá incentivos suficientes por no compartir riesgos ni pérdidas con los acreedores.

Es que, de lo contrario, y salvo un supuesto en el que hubiera capitalización de deudas de la compañía, en cuyo supuesto los acreedores se convertirían en accionistas, no solo no existirá comunidad de intereses, sino que además los unos (en el caso, los accionistas, que a través del directorio controlarán a la firma) pretenderán satisfacer sus propios intereses a expensas de los otros (acreedores).

2.- ¿Deberes fiduciarios de los administradores para con los acreedores?

Sentado lo expuesto en el punto anterior, se impone la pregunta que da título a este apartado.

Sin dudas, para responder tal pregunta debemos distinguir si la firma está en época de bonanza plena o si ya se encuentra en insolvencia o al menos en “zona de insolvencia”¹⁰.

Así, podemos afirmar que cuando la firma es solvente, el deber fiduciario en cuestión se limita al cumplimiento de los contratos de deuda. El real deber fiduciario (deber de lealtad y diligencia) será para con los accionistas que lo designaron (y en nuestro país también para con la sociedad), intentando maximizar el valor de la firma.

Ahora bien, cuando la firma es insolvente, o al menos comienza a transitar la zona de insolvencia, el deber fiduciario de los administradores parece comenzar a mutar, ampliándose también a los acreedores de la firma, por la sencilla razón de que su representada no cumplió –o no puede cumplir por imperativo legal- los contratos en cuestión (arg. art. 1198 Cod. Civ.) con sus acreedores.

Es así que se ha sostenido que *“La norma prevista en el art. 279 LSC debe interpretarse con mayor rigurosidad cuando la sociedad se encuentra en insolvencia, pues entonces los deberes de diligencia y lealtad de los acreedores sociales (art. 59 y 274 LSC) hacia los socios deben subordinarse al deber de diligencia y lealtad que los mismos administradores tienen hacia los acreedores (terceros).”*¹¹

¹⁰ Hay una diferenciación entre insolvencia y zona de insolvencia, aunque distinguir a esta última resulta una tarea más que dificultosa. En ese sentido ver el trabajo de LORENTE, Javier A. *“Responsabilidad de los administradores cuando la sociedad se encuentra en “Zona de insolvencia”: beneficios y peligros derivados de estas teorías”* Libro N° 3 del Instituto Argentino de Derecho Comercial (IADC), en prensa a la fecha del presente trabajo.

¹¹ LORENTE, Javier A. *“Pautas de conducta de los administradores sociales cuando la sociedad se encuentra en “zona de insolvencia”. Responsabilidad hacia terceros (acreedores)”*, IX Congreso Argentino de Derecho Societario y V Congreso Iberoamericano de Derecho Societario y de la Empresa, San Miguel de Tucumán, 24 y 25 de septiembre de 2004. Libro de ponencias N° II, pág. 463 y ss.

Y aunque el calificadísimo autor citado habla de subordinación de deberes, parecería lógico, como veremos, ponerlos al menos en un pie de igualdad, sin preferir a uno u otro sector¹².

Por supuesto, ardua tarea les esperará a los administradores, teniendo en cuenta que tampoco deberán quebrantar el deber fiduciario para con sus accionistas.

Otro gran autor argentino ha sostenido que bajo un escenario de insolvencia, debería consumarse el denominado *debt equity swap*, mediante el cual se otorgue prioridad a los intereses de los acreedores que son quienes tienen el derecho más directo y actual en relación a los activos de la deudora, toda vez que el monto de la deuda de la empresa resulta superior a su capacidad de generación de flujos financieros¹³.

Se ha dicho que los agravamientos de responsabilidades y deberes de este tipo, lejos de generar incentivos suficientes para que los mejores administradores sean los pilotos de tormenta, traerá a aquellos más torpes o menos capacitados¹⁴. No compartimos tal solución por los siguientes motivos:

- Los administradores societarios, por su sola condición de tales, se ven expuestos a responsabilidades derivadas de obligaciones de diversas índoles: penales, cambiarias, administrativas, tributarias, laborales, civiles. Su responsabilidad concursal podría ser una más, pero no es la única, y si bien resulta importante tener en cuenta su

¹² Así lo entendió la Corte de Delaware en el fallo "Credit Lyonnais Bank of Netherland, N.V. v. Pathe Communications Corp.", de 1991 como se verá seguidamente.

¹³ VITOLLO, Daniel R. "Responsabilidad de los directores al ingresar la sociedad en zona de insolvencia" La Ley, 2005-A, 1207, citando también su discurso inaugural en el V Congreso Argentino de Derecho Comercial y III Congreso Iberoamericano sobre la Insolvencia, Mar del Plata, octubre de 2003.

¹⁴ LORENTE, Javier A. "Responsabilidad de los administradores cuando la sociedad se encuentra en "Zona de insolvencia": beneficios y peligros derivados de estas teorías", Libro N° 3 del Instituto Argentino de Derecho Comercial (IADC), en prensa a la fecha del presente trabajo.

estado patrimonial, no parece ser el incentivo dirimente para no administrar una firma.

- A mayor riesgo, mayor retorno. Por eso lo lógico no será que los mejores estén desincentivados ante estos supuestos, sino que, en todo caso, reclamarán un honorario mayor para llevar a cabo su gestión en esas condiciones.

Señalan Marcelo G. Barreiro y E. Daniel Truffat¹⁵ que el primer y más destacado deber de un administrador en “zona de insolvencia” respecto de la sociedad, los socios y terceros es salir de ella. Afirman en el citado trabajo que lo principal es poner la cuestión en manos de los socios, pudiendo estos capitalizarla o bien fusionarla con otro ente; o bien elegir remedios concursales tanto rehabilitatorios como liquidativos. Esto, sin perder de vista que los administradores no tomen ventaja en perjuicio de terceros desprevenidos –acreedores- aparentando solvencia o disimulando situaciones que los lleven a un mayor sacrificio.

En el mismo trabajo, y explicando la posición de Lorente, sostienen textualmente *“Es decir: en alguna medida hay un punto en que el interés de los accionistas debe dejar de ser el Norte del obrar de los administradores porque, en ese momento, la sociedad es “de algún modo, en alguna medida” de propiedad de los acreedores y no más de los socios... ...Ya no se trata tanto de que alguien responda por los “daños de la insolvencia... ...sino que –frente al desangelado fenómeno de la insolvencia- las cargas del daño se repartan equitativamente...”*.

¹⁵ BARREIRO, Marcelo G. y TRUFFAT, E. Daniel, “Responsabilidad de administradores y representantes en la ley de quiebras: ¿El deber fiduciario de la Ley de Sociedades se traslada a los acreedores?”, Doctrina Societaria y Concursal, Octubre de 2005, Tomo XVII, pág. 1205, Ed. Errepar.

Entonces, si la firma se encuentra en problemas, y a fin de evitar los juegos que el equity pretenderá jugar de manera natural, resulta lógico que el deber fiduciario para con los acreedores aumente.

La jurisprudencia norteamericana no ha permanecido ajena al tema en cuestión. El ya legendario fallo de 1991 de la Corte de Delaware “Credit Lyonnais Bank of Netherland, N.V. v. Pathe Communications Corp.”¹⁶, estableció que los administradores deben servir a todos los sectores y no solo a los accionistas, sin dar preferencia a ninguno de ellos. Y aunque existen algunos recientes fallos que dan señales de que quizás dicha Corte tome distinto rumbo en el futuro, muchos fallos han determinado que cuando la firma es insolvente, el *board* debe actuar como *trustee* de los bienes corporativos en beneficio de los acreedores primero y de los accionistas luego¹⁷.

3.- La regla de la prioridad absoluta en el derecho de quiebras norteamericano.

Cuando una firma se somete a un proceso bajo el Capítulo XI del Código de Quiebras, (reorganization) ofrecerá, en forma similar a un concurso preventivo, un plan de reorganización a sus acreedores, para que estos voten, y eventualmente el mismo sea aprobado (confirmed) por el Juez de bancarrotas.

Antes que nada, el proponente del plan deberá organizar y clasificar a sus reclamantes (acreedores de distinto rango, accionistas) en clases separadas. La sección 1122 del Bankruptcy Code establece dos requisitos a los fines de esta clasificación: (a) los reclamos o intereses

¹⁶ Del. Ch. 1991, N° 55.

¹⁷ BLOCK, Dennis J., BARTON, Nancy E. y RADIN, Stephen A. “*The Business Judgment Rule. Fiduciary Rules of Corporate Directors*”, Vol I, Fifth Edition pag. 596 y sgtes., citado por VILLEGAS, Marcelo “*Una visión financiera del derecho de la insolvencia. La reestructuración de la deuda privada*” L.L. Sup. Esp. Acuerdo Preventivo Extrajudicial, noviembre 2004.

deberán ser sustancialmente similares al resto de los que componen su clase¹⁸; y (b) podrán haber clases separadas de acreedores comunes, solo si el Tribunal entiende que ello es razonable y necesario¹⁹. Por dicha razón, no se podrán crear categorías para alterar al solo efecto de alterar el curso de la votación de los acreedores (gerrymandering²⁰)

Asimismo, una clase habrá aceptado el plan si existe, al igual que en el art. 45 de nuestra LCyQ una doble mayoría: dos tercios del monto involucrado en la clase y la mayoría absoluta en cantidad de acreedores -Section 1126 (c)-.

Existen dos vías de encarar planes de reorganización bajo el Bankruptcy Code. Una, la menos intrincada, que es la consensuada, mediante la cual el deudor consigue que cada una de las clases acepte el plan. Esto supone que el plan cumplió con los requisitos establecidos en la sección 1129 (a) de dicho cuerpo normativo, e implica que todas las clases involucradas han aceptado el plan.

La otra es a través de la cual, si se cumpliera con lo dispuesto en la sección 1129 (a) salvo el punto (8) –que todas las clases hubieran aceptado el plan- el juez debe imponer la propuesta a los acreedores, “pisándola hacia abajo” (*cramming down*)²¹ sí y solo sí se cumplen dos requisitos adicionales: el plan no puede implicar

¹⁸ Según la Section 1122 (a) “Except as provided in subsection (b) of this section, a plan may place a claim or an interest in a particular class only if such claim or interest is substantially similar to the other claims or interests of such class.”

¹⁹ 1122 (b). A plan may designate a separate class of claims consisting only of every unsecured claim that is less than or reduced to an amount that the court approves as reasonable and necessary for administrative convenience.”

²⁰ Este término tiene su origen en una práctica que llevara a cabo el gobernador del estado de Massachussets, Elbridge Gerry, en el año 1812. Esta consistía en reorganizar al Congreso de tal manera que le permitiera ganar las elecciones. De la misma forma el término refiere, en este contexto, a la práctica de manipular las mayorías para lograr la *confirmation* por parte del Tribunal competente.

²¹ He aquí una cuestión terminológica no menor: el *cramdown* del derecho norteamericano tiene su correlato criollo en lo que se ha denominado *cramdown power*, inserto en el art. 52 inc. 2 de la LCyQ y no en el artículo 48 de la misma ley en la que se regula el Salvataje (adquisición de la firma concursada por un tercero o por el deudor luego de vencido el período de exclusividad sin que se hayan obtenido las mayorías suficientes), y bautizado equívocamente como *cramdown*.

discriminación injusta (*unfair discrimination prohibition*) y debe ser justo y equitativo (*fair and equitable*, regla conocida también como *absolute priority rule*). Solo así, el juez confirmará el plan.

Esto implica entonces, que ambos principios se aplican solo a propuestas sujetas a *cramdown* y no a las consensuadas.

La *unfair discrimination prohibition* tiene el sentido de asegurar a los acreedores disidentes que no tengan –valga la redundancia– un similar tratamiento respecto de otros acreedores que estuvieran en similar situación.

La aplicación práctica de la *unfair discrimination prohibition*, ha dado lugar a distintas opiniones del pretorio. En efecto, el *case law* no ha dado standards uniformes para determinar cuando este requisito no se hubiera cumplido²², aunque cabe destacar que los jueces concursales argentinos, pueden visualizar tal posibilidad, tanto al dictar la resolución de categorización (art. 42 LCyQ) por avizorar una propuesta de categorización de acreedores que cuyo criterio de clasificación pueda resultar manifiestamente injusto, como al homologar la propuesta, que pudiera importar abuso a favor de una de las categorías en sustantivo perjuicio respecto de otra de similares condiciones o características (art. 52 inc. 4 LCyQ).

La *absolute priority rule* implica que los proveedores de capital residuales (accionistas) no cobrarán hasta que los acreedores se encuentren íntegramente satisfechos. Esto, como dijéramos, es una gran diferencia con nuestra ley de concursos, que no trata a los accionistas como una categoría obligatoria, ni los subordina a la percepción de ningún

²² MILLER, Harvey R. y BERCOVICH, Ronit J. “*The implications of the Third Circuit’s Armstrong decision on creative corporate restructuring: Will strict construction of the absolute priority rule make Chapter 11 consensus less likely?*”. *American University Law Review*, Vol. 55:1345, pag. 1356.

flujo durante la tramitación del concurso. Nuestra ley categoriza solo acreedores, no *stakeholders*.

Los Tribunales norteamericanos se han encargado en variadas ocasiones de interpretar el texto legal en la aplicación de las reglas descriptas a determinados casos. Así es como surgen dos grandes excepciones que no surgen del texto legal:

- (a) La “New Value Exception”, por la cual puede ofrecerse un plan a todos o algunos accionistas –incluso mediando objeción de alguna clase de acreedores- teniendo en cuenta que no se les paga por su participación en el capital social (lo que vulneraría la *absolute priority rule*), sino por la nueva contribución efectuada por el o los accionistas. La Corte Suprema de los Estados Unidos trató el tema –aunque tangencialmente- en el decisorio del 3 de mayo de 1999 en el caso “*Bank of America National Trust and Savings Association vs. 203 North LaSalle Street Partnership*”²³. En dicho fallo, en el que la Corte Suprema revocó la decisión de la Corte de Apelaciones del Séptimo Circuito, que había confirmado el plan que consistía en un nuevo aporte de capital de los antiguos socios de la *Partnership* contra su pago prioritario al de los acreedores. La Corte Suprema sostuvo que si esta excepción a la Absolute Priority Rule se mantenía luego de la sanción del Código de Bancarrotas²⁴, la posibilidad de recibir pagos a raíz del nuevo aporte de capital de los socios debe sujetarse necesariamente a un test de mercado (por ejemplo, por vía de ofrecer la prestación comprometida en el plan a terceros distintos a los accionistas originales).
- (b) La “Gifting Exception” consiste básicamente a la posibilidad de que los acreedores que recibieran un pago pudieran “regalarlo” a otros

²³ 526 U.S. 434 (1999).

²⁴ Es de destacar que la absolute priority rule tiene más de un siglo de antigüedad en el derecho norteamericano.

acreedores. En el caso *Official Unsecured Creditor's Committee v. Stern (in re SPM Manufacturing Corp.)*, la Corte de Apelaciones del Primer Circuito sostuvo en ese pronunciamiento que los acreedores son libres de hacer con sus cobros lo que ellos quieran, incluso compartirlos con otros acreedores, lo que de ningún modo afecta las previsiones del Bankruptcy Code. Empero, este precedente ha recibido limitaciones en cuanto a sus efectos, toda vez que dicha doctrina no sería aplicable cuando tenga por objeto principal perjudicar a otra clase²⁵. Un caso paradigmático sobre esta excepción se dio en el pronunciamiento de la Corte de Apelaciones del Tercer Circuito *in re Armstrong World Industries Inc.*, en el que se tuvo que decidir sobre el “gifting” por parte de una clase de créditos comunes al equity, y la oposición a dicha transferencia por parte de otra clase de acreedores comunes. En dicho fallo, la mencionada Corte denegó el plan propuesto por vulnerar la Absolute Priority Rule, haciendo saber que no era aplicable al caso, entre otros, la doctrina del fallo SPM antes citado.

Por todo esto, creemos que sería enriquecedor pensar en una solución legal similar a la absolute priority rule, en la que el deudor pueda agrupar (categorizar) a todos sus *stakeholders*, generando un rol activo en el proceso concursal, existiendo por ende coexistencia en el mismo entre unos y otros, aunque teniendo en cuenta los límites que los jueces han impuesto a dicha regla.

4.- La denominada “clasificación jerárquica” (Pecking order) y su posible aplicación a una firma en distress

²⁵ Entre otros, *in re Scott Cable Communications Inc.*, 227 B.R. 596 (Bankruptcy D. Conn. 1998)

Está comprobado, a nivel mundial, que existe un orden de prelación que la firma sigue para tomar decisiones de financiamiento, principalmente porque en la aplicación al mercado real (con costos de transacción, impuestos, costos de insolvencia, información asimétrica y demás imperfecciones) la firma monopoliza información que luego podrá poner a disposición a favor de los proveedores de capital.

Esta clasificación se basa en que la empresa solo emitirá deuda cuando sus flujos sean insuficientes para satisfacer sus inversiones y los pagos de dividendos, y que las nuevas acciones (aumento de capital) solo serán emitidas cuando el nivel de endeudamiento sea demasiado elevado²⁶.

Esta clasificación –conocida también como *pecking order*– sigue los siguientes principios:

- (a) Las empresas prefieren la financiación interna
- (b) Ellas adaptan sus objetivos de ratios de pago de dividendos a sus oportunidades de inversión, y a la vez tratan de evitar repentinos cambios en los dividendos.
- (c) Si fuera necesario recurrir a financiación externa, las compañías emiten primero los títulos más seguros. Vale decir: empiezan con deuda; luego, si fuera necesario, instrumentos híbridos (bonos convertibles); y solo por último capital propio²⁷.

²⁶ Ver para un integral estudio del tema MOREIRA DA SILVA, Carlos Alberto y RODRIGUEZ SANZ, Juan Antonio, "Contraste de la Teoría del Pecking Order vs. la Teoría del Trade-Off para una muestra de empresas portuguesas." Documentos de Trabajo "Nuevas Tendencias en Dirección de Empresas" DT 1/06. Universidad de Valladolid, España.

²⁷ BREALEY, Richard A. y MYERS, Stewart C. "Fundamentos de Financiación Empresarial", Quinta Edición, Ed. Mc. Graw Hill, pág. 360.

En un interesante trabajo empírico, Lopez Dumrauf²⁸ explica que en su muestra, las empresas argentinas que más crecen suelen utilizar primero reinversión de fondos propios (por supuesto, siempre que las ganancias no se tradujeran en dividendos), luego deuda y al final acciones –y en general más deuda que acciones- para financiarse.

Esta teoría pretende medir la holgura financiera, esto es tener liquidez suficiente, de tal forma que potenciales acreedores vean a la deuda de la empresa como una inversión segura. Si no hubiera holgura financiera pueden suceder dos cosas: (1) que la empresa emita acciones infravaloradas; o bien (2) que emita deuda con riesgo de insolvencia.

Ahora bien, podemos transpolar este escenario a una empresa insolvente. Si pudiéramos pensar en el orden de prelación en caso de insolvencia no sería para nada descabellado invertir el orden de prelación. Así, si existieran los nuevos accionistas –esto es, aquellos que aporten por ejemplo, luego del concursamiento- cobrarían antes que los acreedores (asumiendo que inyectan nuevo valor a la firma insolvente)²⁹, y estos antes que los accionistas originales, que son los proveedores de capital residual.

De esta forma se configuraría un orden inverso al Pecking Order. Así, si existe un aumento de capital de una firma insolvente, parece razonable que el accionista que aportó al cesante cobre con prioridad –al

²⁸ LOPEZ DUMRAUF, Guillermo, “Determinantes de la estructura de capital en la República Argentina”, obtenido del link <http://www.dumraufnet.com.ar/spanish/arts/iaef11.pdf>

²⁹ Con un razonamiento similar, guiado por la interpretación del texto legal, y con idéntico resultado, falló la Corte Suprema de los Estados Unidos in re “Bank of America c. North LaSalle Partnership”. Sintéticamente, ante la oposición de un acreedor no garantizado a la confirmación del plan, que incluía un aporte de capital y preveía la subordinación de los acreedores no garantizados al pago de los aportantes de nuevo capital, la Corte entendió que era procedente, a través de la interpretación de la sección 1129 (b) del Código de Bancarrotas, la excepción al cumplimiento de la regla de prioridad absoluta (absolute priority rule).

menos, si fuera antiguo accionista por la proporción a su nuevo aporte- para luego cobrar los acreedores (siguiendo, por cierto, el orden de privilegios legales) y luego los accionistas por su aporte inicial.

6.- Conclusiones

Una de las principales cuestiones que deberían tenerse en cuenta en nuestro ordeamiento concursal es el rol de los accionistas, quienes, como proveedores de capital de estas deberían interactuar con los acreedores en el marco del proceso concursal.

Claramente, ante un escenario de insolvencia, los administradores de la firma deben poner mayor énfasis en sus deberes para con sus acreedores, que se agravan por la imposibilidad originaria de cumplir los contratos que en su hora acordaron con aquellos. Esto generará a los administradores el desafío –no menor- de compatibilizar los deberes fiduciarios que tienen como administradores designados por los accionistas, y el de sus deberes –agravados en razón del status patrimonial del ente- para con los acreedores.

La teoría del pecking order, nos da señales empíricas en cuanto a la forma de elegir el tipo de financiamiento por parte de una firma. De forma inversa, parecería que su aplicación podría pensarse ante un escenario de insolvencia, teniendo en cuenta dichas decisiones y los distintos intervinientes. Asimismo, su aplicación en el caso aparece coincidente con las reglas de prioridad absoluta y equidad, y por cierto, con las morigeraciones que les ha impreso el case law.

Partiendo desde la equiparación de acreedores y accionistas, sería interesante pensar al equity como una categoría, y establecer una regla parecida a la absolute priority rule, que subordine el cobro de los accionistas al pago de los acreedores. Esto sin perjuicio de las excepciones que el case law ha otorgado, morigerando tal principio, o lo que es lo mismo, evitando su instauración y/o aplicación acrítica.

BIBLIOGRAFÍA CONSULTADA

- BREALEY, Richard A. y MYERS, Stewart C. *“Fundamentos de Financiación Empresarial”*, Quinta Edición, Ed. Mc. Graw Hill
- VILLEGAS, Marcelo “Una visión financiera del derecho de la insolvencia. La reestructuración de la deuda privada” L.L. Sup. Esp. Acuerdo Preventivo Extrajudicial, noviembre 2004.
- Lucian ARYE BEBUCK *“Ex Ante Costs of Violating Absolute Priority in Bankruptcy”*, Journal of Finance 445-460 (2002)
- LORENTE, Javier A. *“Responsabilidad de los administradores cuando la sociedad se encuentra en “Zona de insolvencia”: beneficios y peligros derivados de estas teorías”* Libro N° 3 del Instituto Argentino de Derecho Comercial (IADC), en prensa a la fecha del presente trabajo.
- LORENTE, Javier A. *“Pautas de conducta de los administradores sociales cuando la sociedad se encuentra en “zona de insolvencia”. Responsabilidad hacia terceros (acreedores)”*, IX Congreso Argentino de Derecho Societario y V Congreso Iberoamericano de Derecho Societario y de la Empresa, San Miguel de Tucumán, 24 y 25 de septiembre de 2004. Libro de ponencias N° II, pág. 463 y ss
- VITOLLO, Daniel R. *“Responsabilidad de los directores al ingresar la sociedad en zona de insolvencia”* La Ley, 2005-A, 1207
- BARREIRO, Marcelo G. y TRUFFAT, E. Daniel, “Responsabilidad de administradores y representantes en la ley de quiebras: ¿El

deber fiduciario de la Ley de Sociedades se traslada a los acreedores?”, Doctrina Societaria y Concursal, Octubre de 2005, Tomo XVII, pág. 1205 y ss., Ed. Errepar.

- MILLER, Harvey R. y BERCOVICH, Ronit J. *“The implications of the Third Circuit’s Amstrong decision on creative corporate restructuring: Will strict construction of the absolute priority rule make Chapter 11 consensus less likely?”*. American University Law Review, Vol. 55:1345.
- MOREIRA DA SILVA, Carlos Alberto y RODRIGUEZ SANZ, Juan Antonio, “Contraste de la Teoría del Pecking Order vs. la Teoría del Trade-Off para una muestra de empresas portuguesas.” Documentos de Trabajo “Nuevas Tendencias en Dirección de Empresas” DT 1/06. Universidad de Valladolid, España.
- LOPEZ DUMRAUF, Guillermo, “Determinantes de la estructura de capital en la República Argentina”, obtenido del link <http://www.dumraufnet.com.ar /spanish/arts/iaef11.pdf>
- Bankruptcy Code
- Ley de Concursos y Quiebras