



UNIVERSIDAD DEL CEMA

MAESTRIA EN FINANZAS

**CLAUSULAS DE SALVAGURADA: ANALISIS
CRITICO PARA EMPRESAS EMISORAS**

MARIA DEL PILAR GONZÁLEZ
FELICITAS SUAREZ DE LA LLOSA

TUTOR: RODOLFO APREDA

Buenos Aires, 30 de Noviembre del 2009

INDICE GENERAL

Introducción	1
Sección 1: Cláusulas de Salvaguarda	3
1.1 Definición.....	3
1.2 Fuentes de conflictos entre los accionistas y los acreedores.....	3
1.3 Categorías de Cláusulas Protectoras.....	5
1.3.1 Restricciones a las decisiones de producción e inversión de la empresa.....	5
1.3.2 Restricciones al pago de dividendos.....	5
1.3.3 Restricciones a decisiones de financiación posterior a la emisión de deuda.....	6
1.3.4 Mecanismos de salvaguarda de los flujos esperados de los bonos	6
1.3.5 Mecanismos de protección al inversor en caso de refinanciación de pasivos y otras dificultades financieras del emisor	7
1.3.6 Escenarios de default	7
1.3.7 Mantenimiento de ratios contables y financieros	7
1.3.8 Mecanismos para disminuir los costos de monitoreo de los acreedores.....	8
Sección 2: Análisis de Prospectos	9
2.1 GMAC Compañía Financiera SA	9
La empresa.....	9
Análisis del Prospecto	10
2.2 Tarjeta Naranja SA.....	16
La empresa.....	16
Análisis del Prospecto	16
Sección 3: Comparación de Prospectos y Recomendaciones	22
3.1 Comparación de Prospectos	22
3.2 Recomendaciones.....	23
Conclusiones	25
Referencias Bibliográficas	26

INTRODUCCION

Las organizaciones se desenvuelven en ámbitos transaccionales en los cuales tratan de satisfacer las demandas de sus reclamantes naturales o stakeholders.

La participación de agentes económicos con diferentes motivaciones y objetivos da lugar a conflictos de intereses entre ellos.

Los cuatro protagonistas básicos y cruciales en las organizaciones son:

- Los Dueños
- El Directorio
- Los Gerentes
- Los Acreedores

El estudio de la gobernanca, según Williamson, consiste en la identificación, explicación y mitigamiento de toda forma de riesgo contractual.

Desde este punto de vista, basado en los costos de transacción, la gobernanca proporciona los medios para alcanzar organizaciones mejor ordenadas y preparadas para enfrentar las amenazas de conflictos de intereses.

Particularmente, en la relación de agencia entre las empresas tomadoras de fondos con sus acreedores debemos destacar un conjunto de problemas:

- a) Discrecionalidad vs disciplina
- b) Información asimétrica y conflictos de intereses
- c) Riesgo ascendente vs descendente
- d) Riesgo de expropiación

Un vehículo para mitigar problemas de agencia consiste en la incorporación de cláusulas de salvaguarda en los contratos de emisión de instrumentos financieros. En este sentido, los covenants sirven para:

- Restringir la capacidad de decisión arbitraria de la empresa y disciplinar a la Alta Gerencia y al Directorio.
- Controlar los desempeños que deberían conducir, mediante la gestión prudente de la empresa, al pago de los intereses y la devolución del principal en tiempo y forma.¹

En el presente trabajo se desarrollará la temática de los covenants y la importancia de su inclusión en los contratos de emisión de obligaciones negociables.

A tal efecto se analizará los prospectos de Tarjeta Naranja y de GMAC Compañía Financiera SA, correspondientes a la emisión de obligaciones negociables efectuada por ambas compañías en el 2009 y en el 2008 respectivamente.

En la sección 1 se desarrollará el concepto de cláusulas de salvaguarda, categorías y análisis de cada una.

La sección 2 contemplará el análisis de cada prospecto,

En la sección 3 se realizará una comparación entre ambos prospectos y una recomendación de las cláusulas a incluir en cada caso.

Finalmente, expondremos las conclusiones acerca de la importancia de la incorporación de covenants en los contratos de emisión de deuda como instrumento para proteger a los derechos de los acreedores.

¹ RODOLFO APREDA (2007) *Corporate Governance*.

SECCION 1: CLAUSULAS DE SALVAGUARDA

1.1 DEFINICION

Se entiende por clausula de salvaguarda (covenant) a toda restricción que se introduce en el contrato de emisión de un bono, deuda bancaria, o instrumento de capital, de una empresa, con los siguientes objetivos:

- a) Limitar la discrecionalidad del management o del directorio de la organización
- b) Limitar la capacidad expropiatoria que tienen los grupos accionistas mayoritarios en perjuicio de los acreedores de la organización.²

1.2 FUENTES DE CONFLICTOS ENTRE LOS ACCIONISTAS Y LOS ACREEDORES

“It is easy to construct examples in which a production plan that maximizes shareholder wealth does not maximize bondholder wealth, or viceversa.” Fama/Miller.

Las decisiones que caracterizan a la función financiera en la empresa se refieren a las de inversión, de financiación y de distribución de dividendos. Son decisiones endógenas a la empresa y constituyen la fuente de cuatro tipos de escenarios de conflictos potenciales entre los accionistas y los acreedores.³

- *Pago de dividendos*

Si una empresa emite bonos y los bonos son evaluados por el mercado en la creencia de que la empresa mantendrá la política de dividendos que había definido antes de la emisión, entonces toda decisión de aumentar el pago de

² RODOLFO APREDA (2007) *Corporate Governance*.

³ CLIFFORD W. SMITH, JR AND JEROLD B. WARNER (1979) *On financial Contracting: An Analysis of Bond Covenants*

dividendos a partir de ese momento, por medio de la reducción del nivel de inversiones, estimula la reducción del valor de los bonos.

- *Dilución de derechos en los bonos*

Si una empresa emite bonos, y ellos son evaluados por el mercado en la creencia de que no se emitirá nueva deuda a partir de la emisión, al menos hasta el vencimiento de esos bonos, entonces toda decisión de emitir nueva deuda y que permita a los nuevos tenedores adquirir un derecho prioritario en reclamos por dificultades financieras de la empresa, tiende a reducir el valor de los derechos de los tenedores de la deuda original, y el valor de mercado de sus bonos.

- *Subinversión*

Una de las componentes relevantes del valor de la empresa viene dada por posibilidades de inversión futuras. Los accionistas pueden percibir que es conveniente para sus intereses rechazar algunos proyectos de inversión aunque tengan valor actual neto positivo, para evitar que se produzca una transferencia de riqueza hacia los tenedores de bonos existentes hasta ese momento, al producirse la apreciación de valor de los mismos en el mercado.

- *Sustitución de activos*

Si una empresa emite bonos con la intención de financiar proyectos de inversión de riesgo acotado y conocido, y los bonos son evaluados por el mercado en esa creencia, entonces toda decisión de sustituir los proyectos de inversión para los cuales se reclama financiación, por otros de mayor riesgo influye para aumentar el valor del capital accionario en detrimento del valor de los bonos.⁴

⁴ CLIFFORD W. SMITH, JR AND JEROLD B. WARNER (1979) *On financial Contracting: An Analysis of Bond Covenants*.

1.3 CATEGORIAS DE CLAUSULAS PROTECTORAS

1.3.1 Restricciones a las decisiones de producción e inversión de la empresa

- Inversiones Directas: limitaciones para emprender ciertos proyectos de inversión.
- Libre disposición de los activos: se establece que la empresa no puede realizar ni transferir ciertos activos que funcionan como garantías para preservar derechos de los acreedores.
- Objetivos de inversión: la inversión sólo puede dirigirse a ciertos proyectos o el mantenimiento de determinados activos.
- Fusiones, adquisiciones y otras formas de reorganización empresarial: restricciones a fusiones y adquisiciones durante la vida del bono; también a los procesos de reorganización que aumenten costos políticos, comerciales o laborales.

1.3.2 Restricciones al pago de dividendos

- Mecanismo de pago de dividendos: basado en algún promedio histórico, especificando las fuentes de flujos de caja.⁵

⁵ CLIFFORD W. SMITH, JR AND JEROLD B. WARNER (1979) *On financial Contracting: An Analysis of Bond Covenants*.

1.3.3 Restricciones a decisiones de financiación posterior a la emisión de deuda

- Limitaciones: a nuevas emisiones de bonos con mayor prioridad de pago, obtención de créditos bancarios o decisiones de alquiler o *leasing*; desde el extremo de prohibirlas durante la vida de los bonos que emiten o créditos bancarios que se conceden, hasta la modalidad de condicionarlas al cumplimiento de ciertos ratios financieros.

1.3.4 Mecanismos de salvaguarda de los flujos esperados de los bonos

- Constitución de Fondos de Amortización para el repago del principal: el fondo de amortización es un depósito periódico de dinero o títulos que realiza el prestatario, para pagar el principal de sus bonos, para la recompra de acciones privilegiadas, o para pagar otra deuda. Su constitución permite la cancelación de la deuda. Se considera que el esfuerzo por exhibir estos fondos amortizantes constituye una señal positiva hacia el mercado en lo económico y lo financiero. El sinking Fund es adecuado para deudas de mediano y largo plazo y resulta más conveniente cuando el principal se devuelve al vencimiento.
- Bonos convertibles en acciones: otorgan al tenedor el derecho, a su vencimiento o en períodos señalados en la emisión, a la conversión en acciones de la sociedad emisora a un precio o con un descuento sobre su cotización señalado en la emisión.
- Bonos rescatables: ofrecen al emisor la opción de rescatarlos total o parcialmente antes de su vencimiento.⁶
- Emisión de puts protectores en los contratos de emisión de acciones y bonos: los put protectores otorgan al tenedor el derecho de vender el bono

⁶ CLIFFORD W. SMITH, JR AND JEROLD B. WARNER (1979) *On financial Contracting: An Analysis of Bond Covenants*.

al emisor, antes de su vencimiento, a un precio determinado. En el período de ejercicio, la empresa emisora queda obligada a comprar su título de deuda y devolver el principal e intereses devengados hasta ese momento. El put es un buen instrumento de control de la gobernancia de la empresa emisora. Si hay dificultades o peligros que empobrecen o amenazan la gobernancia, esos acontecimientos disparan el put.⁷

1.3.5 Mecanismos de protección al inversor en caso de refinanciación de pasivos y otras dificultades financieras del emisor

- Clausulas de contingencia: para proteger los derechos de los acreedores en las refinanciaciones, así como el pago de intereses y principal en dificultades financieras.

1.3.6 Escenarios de default

- Clausulas de contingencia: demoras en el pago de intereses o del principal; inhabilidad de preservar ratios de desempeño de manera persistente y a lo largo del tiempo; acciones legales contra la empresa que pusieran en peligro los derechos de los acreedores.

1.3.7 Mantenimiento de ratios contables y financieros

- Restricciones: se deben mantener ciertos ratios contables y financieros, para asegurar cobertura mínima y leverage máximo a la capacidad generadora de flujos de caja dirigidos a los acreedores.⁸

⁷ CLIFFORD W. SMITH, JR AND JEROLD B. WARNER (1979) *On financial Contracting: An Analysis of Bond Covenants*.

⁸ RODOLFO APREDA (2007) *Corporate Governance*.

1.3.8 Mecanismos para disminuir los costos de monitoreo de los acreedores

- Provisión de estados contables auditados.*
- Especificación de técnicas contables.*
- Requerimiento de contratación de seguro.
- Provisión anual de certificado de cumplimiento de las cláusulas de salvaguarda, firmado por el representante legal de la empresa.

SECCION 2: ANALISIS DE PROSPECTOS

2.1 GMAC COMAÑIA FINANCIERA SA

LA EMPRESA

GMAC es una de las principales compañías de servicios financieros del mundo que cuenta con líneas de negocio en financiamiento automotriz, comercial e hipotecario residencial, así como aseguradora. Tiene presencia en 40 países, cuenta con más de 27.000 empleados, habiendo financiado hasta la fecha más de 150 millones de vehículos en todo el mundo.

GMAC Compañía Financiera S.A. (Argentina) fue fundada en el mes de junio de 1994. Tiene como actividad principal:

- el otorgamiento de créditos prendarios en el mercado minorista para la adquisición de automóviles nuevos y usados.
- el otorgamiento de créditos en el sector mayorista a las concesionarias que integran la Red de Concesionarias GMA, garantizados con prenda flotante y en algunos caso hipotecas, para la adquisición de automóviles nuevos como stock de las concesionarias (y, en ciertos casos, créditos para capital de trabajo, remodelación de instalaciones, adquisición de inmuebles y pagos de deudas bancarias en todos los casos relacionados con el giro natural del negocio de tales concesionarias),
- y en menor medida, la prestación de distintos servicios de administración y cobranzas a GMA y a Chevrolet de Ahorro.

ANALISIS DEL PROSPECTO

En mayo del 2008, GMAC Compañía Financiera S.A. emitió obligaciones negociables, no convertibles en acciones, garantizadas por GMAC LLC, por un total de \$200.000.000.

Destino de los fondos

- *“Financiamiento de la adquisición de automotores por parte de terceros, su principal actividad a la fecha del presente, mediante:*
 - a) *el otorgamiento de créditos garantizados en el sector mayorista a las concesionarias que integran la red de concesionarias de General Motors de Argentina S.R.L. (“GMA”, y dicha red de concesionarias, la “Red de Concesionarias”), destinados a la adquisición de automóviles nuevos como stock de las concesionarias (y, en ciertos casos, para capital de trabajo, remodelación de instalaciones, adquisición de inmuebles y pagos de deudas bancarias relacionados con el giro natural del negocio de tales concesionarias) y*
 - b) *el otorgamiento de créditos garantizados en el mercado minorista, destinados a la adquisición de automóviles nuevos y usados, principalmente comercializados por las concesionarias que integran la red de concesionarias de GMA, y en algunos casos también automóviles nuevos y usados de distintas marcas comercializados por concesionarias o vendedores que no integran la Red de Concesionarias,*
- *la cancelación de líneas de crédito destinadas a la financiación a minoristas referida en el apartado b).”⁹*

Garantía

Las Obligaciones Negociables estarán garantizadas por GMAC LLC (accionista controlante de la Sociedad).

⁹ La no inclusión de los porcentajes correspondientes a cada destino ocasiona un riesgo para el inversor

GMAC LLC garantizará en forma total, incondicional e irrevocable de conformidad con los términos y condiciones de las mismas, en calidad de obligado principal y no meramente como fiadora, a cada tenedor de Obligaciones Negociables a Tasa Fija o de Obligaciones Negociables a Tasa Variable, según sea el caso, el pago pronto y completo, como y cuando se torne pagadero, ya sea a su vencimiento, por caducidad de plazos, por rescate o por cualquier otra causa, de todos los montos presentes y futuros pagaderos por la Emisora.

Calificación de riesgo

Moody's Latin America Calificadora de Riesgo S.A. le ha asignado la calificación "Aa3.ar" a las Obligaciones Negociables a Tasa Fija y "Aa3.ar" a las Obligaciones Negociables a Tasa Variable.

Fitch Argentina Calificadora de Riesgo S.A. le ha asignado la calificación "A1(arg)" a las Obligaciones Negociables a Tasa Fija y "AA-(arg)" a las Obligaciones Negociables a Tasa Variable. La categoría "A1(arg)"

Clausulas de Salvaguarda

Las clausulas de salvaguarda incluidas en el contrato de emisión de las obligaciones negociables son:

➤ A favor del inversor

- *Mantenimiento de activos*

"La sociedad deberá (...) mantener los bienes que sean necesarios para el adecuado desenvolvimiento de sus negocios, actividades y/u operaciones en buen estado de uso y conservación, debiendo efectuar todas las reparaciones, renovaciones, reemplazos y mejoras que resulten necesarias para el normal desarrollo de sus negocios, actividades y/u operaciones."

- *Protección de los derechos de propiedad de los inversores*

"La Sociedad no constituirá ni permitirá la existencia de ningún Gravamen (...) sobre cualquier activo actual o futuro de la misma, para garantizar Endeudamiento..."

- *Equidad*

Establece igual prioridad de pago entre los tenedores de ON presentes y futuras.

“Las Obligaciones Negociables tendrán en todo momento igual prioridad de pago entre sí y con todas las demás obligaciones no subordinadas de la Sociedad, presentes o futuras...”

- *Nuevas emisiones de obligaciones negociables*

La Sociedad únicamente podrá emitir nuevas obligaciones negociables siempre que tengan el mismo diseño y mismas cláusulas de salvaguarda que las ofrecidas en las actuales. Este covenant evita la dilución de derechos de los tenedores.

*“...la Sociedad, **sin el consentimiento de los tenedores** de Obligaciones Negociables (...), podrá en cualquier momento emitir nuevas Obligaciones Negociables que tengan los **mismos términos y condiciones** que las Obligaciones Negociables (...) en circulación...”*

- *Escenarios de default*

“....los siguientes eventos constituirán, cada uno de ellos, un “Evento de Incumplimiento”:

(i) incumplimiento (...) en el pago a su vencimiento de (...) capital adeudado bajo las Obligaciones Negociables;

(ii) incumplimiento (...) en el pago a su vencimiento de (...) de intereses, (...) adeudado bajo las Obligaciones Negociables (...), y dicho incumplimiento subsista durante un período de diez Días Hábiles; (...)

(v) (...) cualquier Endeudamiento de la Sociedad (distinto de las Obligaciones Negociables), no es pagado a su vencimiento (...), y/o incumplimiento (...) en el pago a su vencimiento de cualquier importe debido en razón de cualquier garantía y/o indemnidad, actual o futura, constituida

respecto de cualquier Endeudamiento; siempre que la suma total de los respectivos Endeudamientos, garantías y/o indemnidades (...) sea igual o superior a US\$5.000.000 o su equivalente en otras monedas, y dicho evento subsista durante un período de 30 días;

(vi) se trabara cualquier medida cautelar, se iniciara cualquier tipo de ejecución (...) sobre o contra la totalidad o una parte sustancial de los bienes y/o ingresos de la Sociedad, (...), siempre que afecte bienes y/o ingresos por un valor igual o superior al (...) 25% de los activos de la Sociedad;

(vii) incumplimiento (...) de cualquier pago dispuesto por una sentencia firme dictada por un tribunal competente, (...) igual o superior a US\$5.000.000 o su equivalente en otras monedas y hayan transcurrido 30 días desde la fecha de pago dispuesta por la respectiva sentencia;

(viii) la Sociedad es declarada en concurso preventivo o quiebra mediante una sentencia firme dictada por un tribunal competente (...);

(ix) la Sociedad interrumpe el desarrollo de la totalidad o de una parte sustancial de sus actividades u operaciones;

(x) el Banco Central suspende, revoca y/o deja sin efecto a la autorización que oportunamente otorgó a la Sociedad para funcionar como compañía financiera (...);

(xi) cualquier tribunal o autoridad gubernamental competente (i) expropia, nacionaliza y/o confisca la totalidad o una parte sustancial de los bienes y/o ingresos de la Sociedad y/o de su capital accionario; (ii) toma una medida efectiva para la disolución y/o liquidación de la Sociedad (...) siempre que dicha acción subsista por un plazo de 30 días y/o tenga un efecto significativo adverso sobre los negocios de la Sociedad y/o la capacidad de repago de las Obligaciones Negociables; (...)

(xiii) los accionistas y/o directores de la Sociedad dispongan la disolución y/o liquidación de la Sociedad, y/o se iniciara un procedimiento de liquidación voluntaria de la Emisora bajo la Ley de Entidades Financieras y/o cualquier otra norma similar; y/o (...)

Si se produce y subsiste uno o más Eventos de Incumplimiento, los tenedores de Obligaciones Negociables de una misma Clase en circulación que representen como mínimo el 25% (...) podrán, mediante notificación escrita a la Sociedad, declarar la caducidad de los plazos para el pago de capital, intereses (...). Si se produce un Evento de Incumplimiento del tipo descrito en el inciso (viii), (x), (xi) (xiii) y/o (xiv) precedentes, la caducidad de los plazos para el pago de capital, intereses (...) se producirá en forma automática sin necesidad de notificación a la Sociedad (...). En caso que se hubiera producido la caducidad de los plazos para el pago de capital, intereses.....”

- *Provisión de Estados Contables Auditados*

“La Sociedad preparará sus estados contables de acuerdo con los principios de contabilidad generalmente aceptados según sean aplicados en la Argentina, las normas contables vigentes y las demás normas aplicables (incluyendo, sin limitación, las normas de la CNV), y los mismos serán dados a conocer entre el público inversor a través de los medios previstos por las normas vigentes. Asimismo, la Sociedad llevará libros, cuentas y registros de acuerdo con los principios de contabilidad generalmente aceptados según sean aplicados en la Argentina, las normas contables vigentes y las demás normas aplicables (incluyendo, sin limitación, las normas de la CNV).”

- *Notificación de Incumplimiento*

“La Sociedad notificará inmediatamente a los tenedores de Obligaciones Negociables en circulación la ocurrencia de cualquier Evento de Incumplimiento (según se define más adelante) y/o de cualquier supuesto que, con cualquier notificación y/o el transcurso del tiempo, podría constituir un Evento de Incumplimiento....”

➤ **A favor del emisor**

- *Rescate a favor de la emisora*

“...las Obligaciones Negociables podrán ser rescatadas total o parcialmente a opción de la Emisora (...) con anterioridad al vencimiento de las mismas (...). El rescate anticipado parcial se realizará respetando el principio de trato igualitario entre inversores.”

- *Compra o Adquisición de Obligaciones Negociables por parte de la Emisora*

“...la Emisora podrá (.....) en cualquier momento y de cualquier forma, comprar o de cualquier otra forma adquirir Obligaciones Negociables en circulación y realizar con ellas cualquier acto jurídico, pudiendo en tal caso la Emisora, sin carácter limitativo, mantener en cartera, transferir a terceros y/o cancelar tales Obligaciones Negociables.”

- *Rescate por razones impositivas*

La emisora se cubre de eventuales modificaciones en la legislación que genere incrementos en los flujos de pagos.

“...la Emisora podrá, mediante notificación irrevocable efectuada a los tenedores de Obligaciones Negociables (...) rescatar cualquier Clase y/o Serie de Obligaciones Negociables en su totalidad, pero no parcialmente, en caso que (i) en ocasión del siguiente pago de capital, intereses, montos adicionales y/u cualquier otro monto bajo las Obligaciones Negociables de la Clase y/o Serie en cuestión, la Emisora se encuentre, o vaya a encontrarse, obligada a abonar cualquier monto adicional (...) como resultado de cualquier cambio o modificación de las normas vigentes, o como resultado de cualquier cambio en la aplicación, reglamentación y/o interpretación gubernamental de dichas normas vigentes.”

2.2 TARJETA NARANJA S.A.

LA EMPRESA

La Compañía es una de las empresas líderes en materia de tarjeta de crédito en el país. Su actividad principal es brindar servicios financieros orientados al consumo. Posee su casa matriz en Córdoba.

Estrategia:

- Crecer a través de la expansión nacional e internacional con resultados sostenibles.
- Ofrecer a sus clientes una experiencia diferente, basada en servicios y comunicaciones innovadores y atención con calidad y calidez.
- Crear relaciones amigables y robustas con los Clientes, Comercios Adheridos y la comunidad. Desarrollar procesos simples y eficientes.
- Promover el desarrollo continuo de sus Colaboradores. Fomentar un clima de alegría, participación y trabajo.

ANALISIS DEL PROSPECTO

En agosto del 2009, Tarjeta Naranja SA emitió obligaciones negociables, no convertibles en acciones por un total de US\$ 50.000.000.

Destino de los fondos

“En cumplimiento de la Ley de Obligaciones Negociables, los fondos netos provenientes de la emisión de cada Clase y/o Serie de las Obligaciones Negociables bajo el Programa serán utilizados por el Emisor, para uno o más de los siguientes fines: (i) inversión en activos físicos situados en el país, (ii) integración de capital de trabajo en la Argentina, (iii) refinanciamiento de pasivos, y/o (iv) aportes al capital de sociedades controladas o vinculadas,

siempre que estas últimas apliquen los fondos provenientes de dichos aportes del modo estipulado en (i), (ii) y (iii) precedentes.”¹⁰

Calificación de riesgo

El presente programa cuenta con una sola calificación de riesgo a nivel local. La calificación del Programa a la fecha de este prospecto es “A(arg)+”, según informe de Fitch Argentina Calificadora de Riesgo S.A.

Cláusulas de salvaguarda

Las cláusulas de salvaguarda incluidas en el contrato de emisión de las obligaciones negociables son:

➤ A favor del inversor

- *Libre disposición de activos*

“No dispondrá de sus activos (incluyendo pero sin limitar, a su fondo de comercio, licencias y demás bienes intangibles) ni los dará en alquiler, ni los de sus Subsidiarias, salvo aquellas disposiciones o alquileres de activos que sean realizados en el curso normal y habitual de sus negocios (incluyendo, sin limitar, a las cesiones de créditos a fideicomisos) y que su producido sea destinado nuevamente y en forma íntegra a la actividad económica propia del Emisor.”

- *Mantenimiento de activos*

“...el Emisor (...) adoptará todas las medidas necesarias para mantener todas las autorizaciones, derechos y privilegios que sean necesarios en la conducción normal de su negocio, actividades y operaciones; y (...) mantendrá todos sus bienes en buen orden de funcionamiento y estado....”

¹⁰ La no inclusión de los porcentajes correspondientes a cada destino ocasiona un riesgo para el inversor.

- *Fusiones, adquisiciones y otras formas de reorganización empresarial*

“...Mientras cualquier Obligación Negociable continúe en circulación, el Emisor (...) se abstendrá de fusionarse con, y de vender y/o transferir (...) todos o una “Parte Significativa” de sus bienes, salvo que: (1) dicha venta o transferencia sea realizada dentro del curso ordinario de los negocios del Emisor (...); o (2) en el caso de una venta o transferencia de una Parte Significativa de sus bienes, la totalidad o un porcentaje no inferior a 80% del producido de tal venta o transferencia sea destinado a los negocios ordinarios del Emisor; o (3) inmediatamente después de cualquier fusión, venta y/o transferencia de todos o una Parte Significativa de los bienes del Emisor: (a) no se produzca y continúe sin subsanar un Caso de Incumplimiento (...) y (b) (i) la nueva sociedad constituida (...) o la sociedad incorporante (...) o la persona que adquiere (...) asuma el cumplimiento de todos los pagos de capital, intereses y/u otros montos adeudados (...) en virtud de las Obligaciones Negociables (...) (ii) en el caso de una fusión por absorción en la que la sociedad incorporante sea el Emisor, éste mantenga el cumplimiento (...) de todos los pagos de capital, intereses y/u otros montos adeudados y todas las demás obligaciones asumidas por el Emisor (...) serán una “Parte Significativa” de los bienes del Emisor (...) aquellos bienes que representen más del 30% del activo del Emisor...”

- *Protección de los derechos de propiedad de los inversores*

“...Mientras cualquier Obligación Negociable emitidas bajo el presente Programa continúe en circulación, el Emisor no creará ni permitirá la existencia de cualquier hipoteca, cargo, prenda, cesión en garantía, cesión fiduciaria en garantía, fianza, gravamen u otra forma de afectación, o acuerdo preferencial (“Gravamen”) sobre o respecto de la totalidad o cualquier parte de la Sociedad, activos, incluyendo activos intangibles o ingresos actuales o futuros para garantizar cualquier Deuda, o para respaldar cualquier garantía de o indemnización respecto de cualquier Deuda...”

- *Equidad*

Establece igual prioridad de pago entre los tenedores de ON presentes y futuras.

“...el Emisor (...) asegurará que sus obligaciones, en virtud de las Obligaciones Negociables constituyan en todo momento, obligaciones generales, directas, no subordinadas (...) e incondicionales del Emisor y,, salvo las Obligaciones Negociables Garantizadas, pari passu en todo momento en cuanto a prioridad de pago, que las otras Obligaciones Negociables de dicha Clase y/o Serie y con todo otro endeudamiento no garantizado y no subordinado del Emisor pendiente actualmente o en el futuro, sujeto a cualquier preferencia obligatoria en virtud de la ley aplicable....”

- *Distribución de dividendos*

“ No va a hacer, y no permitirá que ninguna de sus Subsidiarias, directa o indirectamente, efectúe declaración o pago alguno de dividendos o la realización de cualquier distribución a, o en relación con, su Capital Social (...) o pago similar a los tenedores directos o indirectos de su Capital Social, con excepción de los dividendos o las distribuciones que sean pagaderas al Emisor, (...) no excede el 50% de la ganancia neta del Emisor (...) que se hubiese devengado durante el año fiscal más reciente respecto de los estados contables disponibles anteriores a la fecha de aquel pago restringido....”

- *Notificación de Incumplimiento*

“...El emisor (...) notificará (...) la existencia de cualquier Caso de Incumplimiento...”

- *Requerimiento de Seguro*

“...El Emisor (...) mantendrá seguros con compañías de seguros responsables y reconocidas por los montos y cubriendo los riesgos que sean razonables y prudentes....”

- *Escenarios de Default*

“Si se produjera y subsistiera uno o más de los siguientes hechos (denominados en el presente “Casos de Incumplimiento”):

(a) Que el Emisor no pague el capital (...) de cualquiera de las Obligaciones Negociables a su vencimiento; o

(b) Que el Emisor no pague cualesquier intereses sobre cualquiera de las Obligaciones Negociables a su vencimiento y dicho incumplimiento subsistiera durante un período de 30 días; o (...)

(e) (i) que el Emisor fuera disuelto, (ii) que el Emisor no pague o no pudiera pagar sus deudas en términos generales a medida que vayan o (iii) que se hubiera designado un síndico concursal;

entonces, (i) en el caso de los incisos (a), (b) y (e), los tenedores de como mínimo el 25% en monto de capital total de las Obligaciones Negociables (...) podrán declarar todas las Obligaciones Negociables (...) inmediatamente vencidas y pagaderas....”

➤ **A favor del emisor**

- *Rescate Anticipado por Razones Fiscales*

“Si como consecuencia de cualquier cambio o modificación en leyes, normas y/o regulaciones de la Argentina (...) producidas a partir de la Fecha de Suscripción, el Emisor resultare obligado a pagar importes adicionales de acuerdo con lo dispuesto en la Sección 3, el Emisor tendrá la facultad de rescatar las Obligaciones Negociables en forma total (...) El rescate deberá ser efectuado al 100% (cien por ciento) del valor nominal residual de las

Obligaciones Negociables, más los intereses devengados hasta la fecha del rescate. El Emisor deberá dar aviso a los obligacionistas de su decisión de proceder a rescatar las Obligaciones Negociables mediante la publicación de avisos en los medios indicados en el apartado 1.12 con una anticipación de por lo menos 30 días corridos a la fecha del rescate, en la que se pondrá a disposición de los obligacionistas el capital e intereses devengados por las Obligaciones Negociables de acuerdo con el contenido del aviso mencionado y el procedimiento establecido para el pago regular de los cupones de interés y amortización de capital e interés en cada Fecha de Pago.”

SECCION 3: COMPARACION DE PROSPECTOS Y RECOMENDACIONES

3.1 COMPARACION DE PROSPECTOS

CLAUSULAS DE SALVAGUARDA		PROSPECTOS	
		GMAC	TARJETA NARANJA
A favor del inversor	Restricciones al pago de dividendos	No tiene	*Política sobre distribución de dividendos
	Restricciones a las decisiones de producción e inversión	*Mantenimiento de activos	*Restricción a fusiones y adquisiciones *Libe disposición de activos *Mantenimiento de activos
	Salvaguarda de los flujos esperados de los bonos	No tiene	No tiene
	Restricciones a las decisiones de financiación posteriores a la emisión de deuda	* Equidad * Limitaciones a nuevas emisiones de obligaciones negociables * Protección de los derechos de propiedad de los inversores	*Equidad *Protección de los derechos de propiedad de los inversores
	Escenarios de default	*Clausulas de Contingencia	*Clausulas de Contingencia
	Reducción de costos de monitoreo de los acreedores	*Provisión de Estados Contables *Especificación de técnicas contables *Notificación de incumplimiento	* Notificación de incumplimiento * Requerimiento de seguro
	Protección al inversor en caso de refinanciación de pasivos	*Clausulas de Contingencia	*Clausulas de Contingencia
	Mantenimiento de ratios contables y financieros	No tiene	No tiene
A favor del emisor	Salvaguarda de los flujos esperados de los bonos	*Compra o Adquisición por parte de la Emisora *Rescate a favor de la Emisora *Rescate por razones impositivas	*Rescate por razones impositivas

3.2 RECOMENDACIONES

En base a nuestro análisis de los prospectos de GMAC y Tarjeta Naranja, recomendamos incluir, según el caso, las siguientes cláusulas de salvaguarda:

- **GMAC Compañía Financiera SA**
 - Mecanismo de pago de dividendos.
 - Limitación a la disposición de activos.
 - Restricciones a fusiones, adquisiciones y otras formas de reorganización empresarial.
 - Requerimiento de contratación de seguro.

- **Tarjeta Naranja SA**
 - Limitaciones a nuevas emisiones de obligaciones negociables.
 - Provisión de Estados Contables auditados a los inversores y especificación de técnicas contables.

- **Ambas Empresas**
 - Restricciones para emprender ciertos proyectos de inversión.
 - Limitaciones a la obtención de nuevos créditos bancarios.
 - Constitución de fondos de amortización para el repago del principal.
 - Emisión de put protectores.
 - Mantenimiento de ratios contables y financieros.
 - Otorgamiento al tenedor del derecho de convertir las obligaciones negociables en acciones.

Cabe destacar que las obligaciones negociables de GMAC Compañía Financiera SA cuentan con la garantía de GMAC LLC, generando una menor exigencia por parte del mercado con respecto a la inclusión de covenants en el

contrato de emisión; no siendo así el caso de las obligaciones negociables de Tarjeta Naranja SA, las cuales no cuentan con garantía alguna.

CONCLUSIONES

Del desarrollo de nuestro trabajo se desprenden las siguientes conclusiones:

- La existencia de cláusulas de salvaguardas en el contrato de emisión de obligaciones negociables fortalece el efecto disciplinante de la deuda sobre el emisor. Sin embargo, tienen una limitación: las utilidades marginales de la empresa.
- Los costos de los contratos financieros para administrar los problemas de agencia se justifican por las señales que envía al mercado y aumentan el valor de la empresa
- Es creciente la tendencia de los mercados de exigir cada vez más coventants, convirtiéndose algunas en insoslayables.
- Las empresas en Argentina empiezan a acompañar esta tendencia incorporando cláusulas protectoras en sus contratos de emisión. Sin embargo, todavía la calidad y cantidad de los covenants resulta insuficiente.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

APREDA, R. (2007) *Corporate Governance: Estructura de propiedad, el poder y el control, los derechos de decisión y la gerencia, compromisos y responsabilidades, conflictos de intereses, transparencia, relaciones con los acreedores y buenas prácticas*. La Ley, Buenos Aires.

SMITH, C. y WARNER, J. (1979) *On Financial Contracting: An Analysis of Bond Covenants*. *Journal of Financial Economics*, volume 7, ps. 117-161.