

## **Table of Contents**

<u>CARACTERÍSTICAS LEGALES DE LA DEUDA Y EL CAPITAL ACCIONARIO .....</u>	<u>2</u>
<u>TIPOS DE DEUDA Y CAPITAL ACCIONARIO .....</u>	<u>4</u>
<u>CONCLUSIÓN.....</u>	<u>5</u>

### **Financiando la empresa: deuda y capital accionario**

Introducción a las características económicas y legales de la deuda y el capital accionario

*Jonathan Walcoff*

*Abogado especializado en derecho corporativo, de valores y financiero*

Las finanzas de los negocios no organizadas como entidades jurídicas son simples: no se distinguen de las de sus propietarios. A medida que los negocios crecen, sus propietarios buscan llevar a cabo sus actividades mediante entidades legales independientes, tales como corporaciones que proporcionan responsabilidad limitada, existencia perpetua y transferencia de titularidad de intereses de propiedad.<sup>1</sup>

Existen numerosas formas de financiar las actividades de una corporación, cada una con diferentes perfiles de riesgo y de beneficio para la entidad y sus inversionistas. Aquí discutiremos brevemente los instrumentos financieros más comunes y sus implicaciones legales, en los Estados Unidos y en sistemas legales similares. La elección de cómo financiar una empresa comercial, a veces denominada su "estructura de capital", es compleja y sujeta a muchos análisis que van más allá del alcance de esta introducción.

### **Deuda, capital accionario y apalancamiento**

Por lo general, las estructuras de capital consisten en una combinación de

capital (capital invertido por los propietarios) y deuda (capital prestado a la corporación). Inicialmente, se debe decidir en qué medida la corporación se financiará con deuda. Los préstamos pueden mejorar el retorno de la inversión a los inversionistas de capital accionario, los propietarios de la empresa.

Tomemos el siguiente ejemplo: una empresa que se financia por completo con un capital accionario de \$ 100,000. Durante su primer año de operación, su ingreso neto (ingresos menos gastos) es de \$ 10,000. Los inversionistas de capital accionario han recibido un 10% de retorno anual de su inversión. Si el mismo negocio se financia con un 10% de capital accionario y un 90% de deuda que requiere un pago anual de intereses al 10%, denominado "cupón", el retorno anual de los inversionistas de capital accionario sería del 91% (\$ 10,000 de retorno anual menos \$ 900 de pagos de intereses dividido por una inversión de capital accionario de \$ 10,000). La relación deuda/capital accionario se conoce como "apalancamiento". Este se utiliza para mejorar los rendimientos de los inversionistas de capital mediante el aumento de la parte del capital de la empresa que tiene derecho solo a un rendimiento fijo. Ello deja más ganancias de la empresa (después de cubrir estos rendimientos fijos) para los inversionistas de capital accionario.

Entonces, ¿por qué no todas las empresas operan con un apalancamiento masivo? Considerar la naturaleza legal de la deuda y el capital accionario ayuda a responder la pregunta.

La deuda es una obligación contractual enforceable. Si un prestatario no realiza un pago requerido por un instrumento de deuda, se puede iniciar un proceso legal contra el prestatario, que debe ser satisfecho con sus activos. Si estos son insuficientes, sobrevienen los procedimientos de quiebra. Acumular demasiada deuda puede acabar con la inversión de los propietarios: esta es la desventaja de utilizar el apalancamiento para hacer crecer un negocio. Por esta razón, las empresas de crecimiento emergente en general se financian sobre todo con capital accionario. Las empresas con un flujo de fondos más predecible, como las de servicios públicos, suelen tener un apalancamiento más alto.

### **Características legales de la deuda y el capital accionario**

Como señalamos, las obligaciones de deuda son contractuales y las obligaciones del prestatario se establecen en el contrato de préstamo. La deuda puede tomar la forma de un préstamo de bancos u otros prestamistas institucionales o de un bono comprado por inversionistas que puede ser comercializado en el mercado secundario.<sup>2</sup> En cualquier caso, sin embargo, las obligaciones del prestatario son contractuales y se establecen en el

contrato de préstamo bancario, en el contrato de emisión de bonos<sup>3</sup> o en un acuerdo similar. Los deudores solventes<sup>4</sup> no tienen obligaciones fiduciarias de velar por mejores intereses de los acreedores. Pueden tomar acciones que beneficien a los dueños en detrimento a los acreedores –por ejemplo, pagar dividendos o realizar adquisiciones. Para protegerse de esas acciones, los prestamistas a menudo insistirán en disposiciones contractuales en el acuerdo de préstamo para prevenir o limitar medidas que podrían resultar en el deterioro de la capacidad crediticia del prestatario, como incurrir deuda adicional, la afectación de sus activos con gravámenes, el pago de dividendos o la recompra de capital accionario. La violación de una disposición de este tipo, conocida como un "convenio", le permite al titular de la deuda declararla inmediatamente vencida y pagadera. Al extender el crédito mediante la compra de obligaciones de deuda, los inversionistas confían en la integridad del sistema legal para hacer cumplir los contratos y, en casos extremos, el proceso de bancarrota al que está sujeto el prestatario.

Por otro lado, los accionistas de las empresas públicas<sup>5</sup> típicamente no tienen esos derechos contractuales. Más bien los titulares de acciones confían en los directores de la corporación para administrarla en cumplimiento con sus obligaciones fiduciarias de "lealtad" y "diligencia". Los directores de las grandes corporaciones no operan el negocio ellos mismos, día a día, sino contratan y supervisan a los gerentes para eso. Estos también les deben las obligaciones de lealtad y diligencia a los accionistas. Los titulares de capital accionista pueden esforzar los deberes fiduciarios mediante procedimientos legales por daños monetarios o para impedir transacciones pendientes.

El deber de lealtad requiere que los directores y los gerentes actúen en el mejor interés de la corporación y no pongan su interés personal por encima del de la corporación misma o de sus accionistas. Un director que realice una transacción con la corporación --por ejemplo, tomar fondos prestados de ella-- violaría el deber de lealtad a menos que sea ratificado por una mayoría de directores o de accionistas desinteresados. El director que toma una oportunidad de negocio que hubiera beneficiado a la corporación también podría violar el deber de lealtad.

El deber de diligencia requiere que los directores y gerentes ejerzan una prudencia razonable en el funcionamiento de la corporación y que estén adecuadamente informados antes de tomar decisiones comerciales. En particular, al evaluar el cumplimiento del deber de diligencia los tribunales generalmente aplican la "regla de juicio comercial" (business judgement rule), que crea una presunción de validez para las decisiones comerciales.

Los titulares de capital accionista confían en la adhesión de los directores y gerentes a estas obligaciones fiduciarias y en la existencia de un sólido

sistema legal para hacer cumplir dicha adhesión y proteger su inversión. Además, los gerentes de las corporaciones públicas frecuentemente reciben una parte significativa de su compensación en capital accionario de la corporación con la intención de crear un grado de alineación de sus intereses económicos con los inversionistas pasivos.

## **Tipos de deuda y capital accionario**

La deuda y las inversiones de capital accionario son de diferentes tipos. Ofrecen a los inversionistas diferentes perfiles de riesgo y retorno. El tipo de obligación de deuda más simple es la deuda no garantizada, en la que el prestamista tiene un reclamo sobre la satisfacción de todos los activos no gravados del prestatario, de manera proporcional, con otros pasivos no garantizados –por ejemplo, las obligaciones con los proveedores.

Para mayor protección, los prestamistas pueden exigir una carga o gravamen sobre activos específicos: bienes inmuebles, propiedad intelectual o cuentas por cobrar. Estos están concebidos para satisfacer los reclamos de los primeros (conocidos como "acreedores garantizados") y no están disponibles a prestamistas sin garantía o acreedores generales hasta que los reclamos de los acreedores garantizados estén completamente satisfechos. Los prestamistas dispuestos a asumir un riesgo adicional a cambio de mejores rendimientos, pueden acordar "subordinar" sus reclamos a otros acreedores. Esto significa que aceptan que no se les pagará hasta que los acreedores no subordinados reciban el pago completo.<sup>6</sup>

El capital accionario se puede dividir en acciones comunes y acciones preferentes. Las acciones comunes tienen derecho a todo el valor de la corporación después de que se hayan cubierto los reclamos de mas alto nivel. La cantidad de acciones comunes que se pueden emitir está limitada a la cantidad autorizada por el estatuto o certificado de incorporación de la corporación. El estatuto también establecerá un "valor nominal" por acción común en las jurisdicciones donde se requiere el valor nominal. Esta cantidad, que puede ser extremadamente baja (como \$ .01 por acción), se registra como "acciones comunes" de la corporación en su balance general. El producto de las ventas de acciones comunes en exceso del valor nominal se registra como "pago adicional en capital".

Las acciones preferentes tienen derecho al pago de un dividendo específico y una preferencia sobre las acciones comunes al recibir el producto de la liquidación de la corporación. Estas disposiciones hacen que las acciones preferentes sean más "similares a una deuda", pero la falta de pago de un dividendo requerido no da lugar a una reclamación exigible de pago.

Más bien ante la falta de cumplimiento del pago, se va a prohibir el pago de dividendos a acciones comunes. Las corporaciones pueden emitir varias series de acciones preferentes. Sus términos se establecen en el estatuto o certificado de incorporación de la corporación, aunque muchas jurisdicciones permiten que las corporaciones proporcionen acciones preferentes de "cheques en blanco", donde la junta directiva está autorizada para determinar los términos de las clases de acciones preferentes sin pasar por las formalidades de un voto de los accionistas para modificar el estatuto.

Una corporación también puede emitir deuda "convertible" o acciones preferentes convertibles que ofrecen a los inversionistas un rendimiento contractual, pero también les permite participar en el alza si el valor de las acciones comunes aumenta de manera significativa. Estos instrumentos pagan intereses y dividendos como deuda típica o acciones preferentes, pero son convertibles --a opción del titular-- en acciones comunes a un precio (el precio de "conversión" o "ejercicio"), especificado al inicio de la transacción, generalmente a un valor significativo.

Si el precio de las acciones comunes aumenta sube por encima del precio de conversión, sus titulares pueden convertir la deuda en acciones comunes y obtener una ganancia. En efecto, la corporación ha vendido una opción de compra respecto de sus acciones comunes junto con la deuda o acciones preferentes. Su valor se refleja en una tasa de interés o dividendo más baja que la que generalmente ofrecen préstamos no garantizados.

## **Conclusión**

Los gerentes financieros corporativos disponen de numerosas herramientas de financiamiento a la hora de optimizar sus costos financieros, mientras que los inversionistas pueden elegir instrumentos que cumplan con sus objetivos de riesgo y rendimiento. El sistema legal ofrece el marco jurídico para estos instrumentos, asegurando su exigibilidad y permitiendo una flexibilidad suficiente como para crear instrumentos que satisfagan las necesidades, tanto de las corporaciones como de los inversionistas.

Esta introducción apenas roza la superficie de temas muy complicados. Hay mucha literatura útil sobre finanzas corporativas, ley del deudor-acreedor y los deberes fiduciarios de los funcionarios y directores corporativos. Será de interés para quienes buscan más información. Una compilación útil de terminología financiera se puede encontrar en el siguiente enlace: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/dictionary/>.

---

<sup>1</sup> Existen otras entidades que pueden utilizarse para actividades comerciales (como sociedades y compañías de responsabilidad limitada), pero nuestra discusión se limita a las corporaciones. Para una introducción útil a las formas de organizaciones empresariales, ver <https://horizontecubano.law.columbia.edu/content/formas-juridicas-para-el-sector-no-estatal-segun-tipo-y-escala-de-la-actividad>.

<sup>2</sup> Para información sobre el funcionamiento de los mercados primarios y secundarios, ver <https://horizontecubano.law.columbia.edu/content/las-funciones-sociales-del-mercado-de-valores>.

<sup>3</sup> El instrumento formal (conocido como el "indenture") que define los derechos del emisor de obligaciones negociables (bonos) y sus compradores permite la compra y venta de bonos al público sin la necesidad de tener un contrato nuevo cada vez que hay una compra o venta de la obligación.

<sup>4</sup> Los deudores insolventes pueden tener obligaciones fiduciarias a sus acreedores, quienes en efecto se convierten en dueños de la empresa si el capital accionista no tiene valor.

<sup>5</sup> Las empresas cuyos valores se compran y venden por el público --por ejemplo, las que cotizan en una bolsa de valores-- se conocen como "empresas públicas". Las empresas públicas en los Estados Unidos están sujetas a obligaciones adicionales (incluida la divulgación periódica) bajo las leyes federales que regulan los mercados de valores. Ver <https://horizontecubano.law.columbia.edu/content/las-funciones-sociales-del-mercado-de-valores>.

<sup>6</sup> Las corporaciones también pueden obtener financiamiento mediante la venta de activos a un vehículo de propósito especial --es decir, una entidad que no realiza ninguna otra actividad que no sea la tenencia de estos activos-- en una verdadera transacción de venta. El vehículo de propósito especial toma simultáneamente préstamos de los inversionistas para financiar la compra de estos activos. Este proceso, conocido como "titulación de activos", otorga a los acreedores exposición a los activos especificados sin asumir el riesgo crediticio general de la corporación, lo cual a menudo puede resultar en un menor riesgo crediticio y, por lo tanto, menores costos de financiamiento para la corporación.

***Jonathan Walcoff ejerció el derecho corporativo, de valores y financiero durante más de treinta años en Nueva York, Tokio y Hong Kong. Más recientemente, como Director Ejecutivo y Consejero General Asociado de JPMorgan Chase & Co. Es miembro de la Junta de Graduados Asesores de la Escuela de Leyes de la Universidad de Columbia. Antes sirvió en el Comité de Regulación de Valores de la Asociación de Abogados de la Ciudad de Nueva York. Se graduó de Dartmouth College y de la Escuela de Leyes de Columbia. <https://www.linkedin.com/in/jonathan-walcoff-07600a2/>***