

UNA TEORÍA SOBRE LA INSOLVENCIA EMPRESARIAL*

Barry Adler* *

INTRODUCCIÓN

En esencia, existen dos aproximaciones a la insolvencia empresarial. Un sistema estructurado sobre la base de una aproximación *ex post* propone un examen de la empresa supervisado por una corte judicial, después que ésta se ha vuelto incapaz de pagar sus deudas. Si este examen revela que la empresa todavía es viable, a pesar de su penosa situación financiera, ésta es reestructurada y continúa en funcionamiento. De lo contrario la empresa es liquidada. Las leyes concursales de los Estados Unidos, y de muchos otros países, adoptan esta aproximación. Por el contrario, un sistema estructurado sobre una aproximación *ex ante*, haría que los inversionistas asuman las consecuencias de las predicciones sobre la calidad de la empresa que hicieron al momento de invertir, si en determinado momento ésta no puede pagar sus deudas. A menos que los contratos de inversión iniciales establezcan lo contrario, el incumplimiento de una empresa con sus obligaciones la llevaría a la liquidación, sin que exista ningún intento de determinar si es económicamente viable. Si ocurriera así, y el proceso concursal *ex ante* estableciera la liquidación ante el incumplimiento, con seguridad algunas empresas viables serían liquidadas. Sin embargo, y a pesar de que la intuición pueda decirnos lo contrario, sostengo que tal aproximación *ex ante* puede resultar óptima.

Barry Adler, consciente de lo costoso que resulta distinguir entre empresas insolventes viables e inviables, propone permitir que los inversionistas diseñen estructuras de capital inicial y prevean de antemano los efectos que tendrá para su empresa el hecho de caer en insolvencia. Bajo este modelo se permitiría que una empresa establezca su liquidación o reestructuración automática, siguiendo criterios previamente establecidos, en caso de caer en insolvencia.

* El presente artículo fue originalmente publicado en el New York University Law Review, No. 72, 1997. p. 343, bajo el título "A Theory of Corporate Insolvency". La publicación se hace bajo expresa autorización del New York University Law Review y Barry Adler. La traducción fue realizada por Lucía Olavarría Salinas. Le agradecemos al doctor Huáscar Ezcurra por cedernos el presente artículo para su publicación.

** Profesor de Derecho, Universidad de Nueva York. J.D., 1985, Universidad de Chicago; B.S., 1982, Universidad Cornell. Las ideas de este artículo fueron originalmente formuladas y el artículo sustancialmente terminado durante la primavera de 1996 mientras servía como Profesor de Investigaciones de Derecho, Sullivan y Cromwell, en la Universidad de Virginia. Agradezco a Ian Ayres, Jeff Gordon, Marcel Kahan, Lewis Kornhauser, Jody Kraus, Saul Levmore, Jon Macey, Paul Mahonney, Mark Roe, Roberta Romano, Alan Schwartz, Robert Scott, David Skeel, George Triantis, Steven Walt, participantes en la reunión anual de 1995 de la Asociación Norteamericana de Análisis Económico del Derecho, participantes en un taller de estudios legales de la escuela de Derecho de la Universidad de Nueva York, participantes en un taller de la Escuela de Negocios de Stern en la Universidad de Nueva York, participantes en un taller de estudios legales de la Universidad de Virginia, y participantes en el taller de Derecho, Economía, y Organización de la Universidad de Yale por sus consejos de gran ayuda o conversaciones.

Una errada comprensión de la economía financiera da pie a intuir que un proceso concursal adecuado debe determinar qué empresas deben vivir y cuáles deben morir. Es un axioma de la teoría financiera que la salud financiera de una empresa- su habilidad para pagar sus deudas- no es sinónimo de la salud económica de la misma - su habilidad de proveer eficientemente bienes o servicios. Es común observar entonces que una empresa cargada de deudas puede sufrir una penosa situación financiera y mantenerse económicamente viable. Entonces, si la insolvencia no nos brinda ninguna clave para determinar la viabilidad de una empresa, las normas legales que permitirían su desmembramiento inmediato y deliberado en manos de sus acreedores, pueden desperdiciar muchos recursos. Sin embargo, la insolvencia de una empresa, indicada por el incumplimiento de sus deudas, puede ser una clave para determinar la viabilidad de la empresa. Una mala situación financiera no recae aleatoriamente en empresas buenas o malas. Debido a que los inversionistas escogen una estructura de capital inicial, ellos pueden adoptar un componente de deuda que haga improbable la ocurrencia simultánea de insolvencia y viabilidad. En consecuencia, los inversionistas bien pueden preferir reglas concursales que canalicen pocos recursos para distinguir las empresas que deben continuar de aquellas que deben ser liquidadas, aún si el resultado es una rutinaria liquidación.

En este artículo, proveo detalles para defender la teoría de una no-protección eficiente, que se aplica principalmente a sociedades que cotizan en bolsa. Entre estos detalles, ofrezco nuevas interpretaciones a tres problemas empresariales. El primero de estos problemas es el financiamiento basado en activos. El segundo es que los inversionistas parecen someterse a las reglas concursales norteamericanas a pesar de la aparente ineficiencia de las mismas. El tercero, es el interés residual del capital común en una empresa que fracasa en el cumplimiento de pagar dividendos sobre acciones preferentes.

La Parte I describe brevemente los estudios que buscan explicar la ley concursal como un medio para proteger a empresas insolventes pero viables de acreedores dispersos que no pueden coordinar sus esfuerzos por cobrar. Esta parte también explica brevemente los estudios que proponen alternativas concursales dirigidas hacia el mismo objetivo.

La Parte II explica cómo el acrítico incentivo para continuar con la empresa, que tienen los administradores y el capital preconcursal, imbuje de potenciales

costos sociales a cualquier proceso de protección de la empresa.

La Parte III establece una teoría concursal que integra la estructura patrimonial de los inversionistas y reglas sobre las decisiones en caso de insolvencia. Se explica que, en principio, una combinación de capital preferente y deudas permite que los inversionistas dispersos disfruten de las ventajas que conllevan las obligaciones fijas, sin riesgo de liquidación, mientras que una empresa parece ser viable, y, les permite a estos inversionistas beneficiarse de la liquidación, a través de la competencia de acreedores por los activos, cuando la empresa sea probablemente inviable. La ley concursal interfiere con este diseño al proteger empresas que no deben continuar. Las alternativas que protejan empresas insolventes podrían interferir de manera similar. La ley concursal, o un medio alternativo de protección empresarial, puede salvar empresas que son viables *ex post*, a pesar de la probabilidad *ex ante* de su inviabilidad. Pero el costo de distinguir entre las empresas viables e inviables tiene que ser asumido por los inversionistas en todas las empresas insolventes. El ocasional rescate exitoso de una empresa viable puede no justificar este costo omnipresente.

La Parte IV examina si la especulación de este artículo respecto a que los inversionistas en principio prefieren soluciones *ex ante*, concuerda con las prácticas de los inversionistas en los Estados Unidos. Este examen ofrece nuevas ventajas para algunos de los problemas de esas prácticas. Primero, mucho se ha escrito sobre la conveniencia del financiamiento basado en activos. Un posible complemento a otras explicaciones de este fenómeno consiste en que los inversionistas tienen un incentivo para parcelar intereses de propiedad sobre un grupo específico de activos. Si la insolvencia trae como consecuencia la cobranza individual y termina con el control de los administradores sobre las operaciones de la empresa, agrupar activos puede preservar cualquier valor sinérgico entre los activos de una parcela. Segundo, muchos se han preguntado por qué los inversionistas no contratan para evitar la aplicación de la ley concursal dada la aparente ineficiencia de la misma. Una respuesta parcial puede ser que, a pesar de que los inversionistas puedan negociar alrededor de la ley concursal sustituyéndola por una alternativa colectiva para la continuación de una empresa, la ley impide cualquier intento de liquidación predeterminada, sin importar el que los inversionistas prefieran la liquidación al procedimiento concursal. Tercero, es una práctica común en los Estados Unidos el que los accionistas

preferentes obtengan representación en el directorio, pero no la totalidad del interés residual, en una empresa que ha fracasado en pagar dividendos a los accionistas preferentes. Una explicación para la separación de influencias y de intereses residuales puede ser que los inversionistas desean constreñir pero no discontinuar una empresa que sólo ha decepcionado sus expectativas levemente. Y aunque la consideración sobre las expectativas iniciales no pueda explicar adecuadamente por qué los tenedores de intereses preferentes impagos con frecuencia obtienen el control del directorio de la empresa, tal consideración sí cambia la naturaleza del problema.

La Parte V discute evidencia canadiense sobre la reestructuración que puede ser interpretada para apoyar la hipótesis no proteccionista de este artículo, y hace notar que evidencia comparativa adicional podría tanto apoyar como desestimar dicha hipótesis.

El artículo concluye que la ley concursal y los procedimientos colectivos alternativos quedan sin tener una justificación cierta. Esto es así porque la inhabilidad del acreedor de actuar de manera colectiva puede no ser un problema sino una solución.

I. LA PROTECCIÓN DE LA EMPRESA EN INSOLVENCIA

Existen varios medios posibles para proteger a una empresa insolvente, pero potencialmente viable, de una liquidación. Entre ellos tenemos a la actual ley concursal norteamericana (la cual es compartida, en lo esencial, con varios países), las alternativas de mercado como reformas de la actual ley de reestructuración, y las alternativas puramente contractuales a la ley concursal.

A. Reestructuración empresarial

La descripción, hoy clásica, de la ley concursal norteamericana es dada por Thomas Jackson¹. Él anota:

“Las reglas que permiten a los acreedores cobrarse tomando los activos de la empresa, previstas en la legislación no concursal, y distribuirse los activos sobre la idea de que los primeros que llegan se sirven primero, crean un incentivo para los acreedores individuales, cuando creen que un deudor puede tener más pasivos que activos, para ponerse en la fila de cobros (haciendo, por ejemplo, que se ejecuten los activos del deudor), ya que de no hacerlo, corren el riesgo de no obtener nada. Sin embargo, esta decisión tomada por numerosos acreedores individuales, puede ser una decisión equivocada para los acreedores como grupo. A pesar de que el deudor sea insolvente, podrían estar mejor si mantuvieran unidos los activos(...). Los procedimientos concursales proveen una forma de hacer que estos diversos individuos actúen como si fuesen uno solo, imponiéndoles un procedimiento colectivo y obligatorio”².

Entonces, este argumento señala que si la empresa deudora es más valiosa como negocio en marcha que en liquidación, donde sería repartida por partes, la legislación concursal es beneficiosa para dicho propósito, pues protege al deudor del desmembramiento³.

Para los deudores empresariales, el procedimiento colectivo y obligatorio que Jackson describe es la reestructuración, conocida como *Chapter 11* en los Estados Unidos⁴. En una típica reestructuración, una suspensión automática elimina la cobranza individual por parte de los acreedores⁵, y la corte supervisa una negociación estructurada entre los acreedores y los accionistas, mientras que la administración continúa operando en la empresa. Todas las partes podrían llegar a un acuerdo sobre una renuncia a las acreencias e intereses antiguos a cambio de nuevos.⁶ Aún si las partes no logran alcanzar un acuerdo unánime, la corte puede establecer un plan de reestructuración, pero algunos acreedores deben consentir⁷, y la corte debe asegurarse de que quienes disientan reciban, bajo el plan de reestructuración, un monto proporcional a sus

¹ Ver JACKSON, Thomas. «The Logic Limits of Bankruptcy Law». 1986.

² Ibid. pp. 12-13.

³ Ver de manera general, Ibid. pp. 7-19.

⁴ Ver 11 U.S.C 1101-1174, 1994. Otros países tienen regímenes similares- el Reino Unido, por ejemplo. Ver, «Insolvency Rules», S.I 1925, 1986, enmendado por «Insolvency (Amendment Rules)», S.I. 1919, 1987, y «Insolvency (Amendment) Rules», S.I 397, 1989; ver también SEGAL, Nick. «An Overview of Recent Developments and Future Prospects in the United Kingdom». En: «Current Developments in International and Comparative Insolvency Law» 5,5 (Jacob S. Ziegel ed., 1994) (describiendo el Chapter 11 como «luz que guía» para muchos países).

⁵ Ver 11 U.S.C 362, 1994.

⁶ En el lenguaje concursal una «acreencia» es una obligación con un deudor, mientras que un «interés» es un derecho sobre un remanente después que las acreencias han sido satisfechas. Las acciones preferentes incluyen un interés inferior que el de la deuda pero con derecho a una prioridad fija sobre el capital común, que es, puramente, un interés residual (en el lenguaje concursal es, a veces, una «acreencia residual»).

⁷ Ver 11 U.S.C 1129, a, 19, 1994.

derechos, de acuerdo con las prioridades establecidas bajo leyes no concursales⁸.

B. Reforma basada en el mercado

La negociación estructurada no es el único proceso concursal concebible. La alternativa más simple es que una corte conduzca la subasta al contado de una empresa que busca evitar la liquidación. Los acreedores de la empresa se dividirían los resultados de la subasta. El mejor postor podría continuar o liquidar la empresa, como mejor le parezca. Podría haber problemas para determinar la prioridad relativa de los acreedores garantizados con activos debido a que las propuestas podrían venir sólo para la empresa como un todo, y no por los activos particulares que sirven como garantía. Pero estos problemas pueden ser relativamente insignificantes, ya que la valuación de activos específicos, que en su mayoría pueden ser fungibles con activos intercambiados en otras partes, puede ser una materia relativamente simple cuando se compara con la dificultad que conlleva valuar una empresa en marcha, siendo esta última valuación esencial para determinar bajo el *Chapter 11* si los acreedores o titulares de intereses van a recibir lo que se les debe bajo un plan de reestructuración⁹. Entonces, la subasta de una empresa insolvente, una alternativa desarrollada por Douglas Baird¹⁰, provee una alternativa aparentemente atractiva a la reestructuración.

Existen otras alternativas basadas en el mercado. Mark Roe sugiere que la ley concursal establezca no la venta de la empresa entera, sino la venta de una pequeña porción de nuevos intereses en la empresa¹¹.

El precio de compra de tal venta serviría como base para la emisión de nuevos intereses adicionales, a cambio de acreencias e intereses preconcursales. Una subasta total sería innecesaria.

Lucian Bebchuck extiende la solución de valuación de mercado y emisión de valores de Roe¹². Él propone un proceso concursal donde a cada acreedor o titular de interés se le otorgaría una opción condicional, ejercitable en orden de prioridad ascendente. La opción otorgaría un título al tenedor para comprar una parte proporcional de todas las acreencias o intereses con más alta prioridad a valor nominal, a no ser que el tenedor de una acreencia o interés con prioridad más baja ejercitara su opción para comprar la acreencia o interés de ese tenedor¹³. Si cualquier conjunto de opciones fuera ejercitado, la empresa emergería de este proceso sujeto al nuevo interés residual, o acreencias e intereses, de aquellos que ejercitaron sus opciones. Si nadie ejercitó una opción, las acreencias preconcursales con la más alta prioridad compartirían todos los nuevos intereses, y cualquier acreencia sobre la empresa¹⁴. Un elemento esencial de la propuesta de Bebchuck es que los inversionistas individuales, que pueden no tener los recursos para ejercitar una opción valiosa, podrían vender sus opciones a un comprador o compradores con suficientes recursos¹⁵.

Es significativo que la propuesta de Bebchuck permitiría a los nuevos propietarios de la empresa, quienes quiera que estos sean, obtener del proceso tanto acreencias de deuda como intereses de capital, no necesariamente sólo intereses de capital. La deuda

⁸ Es posible ser más preciso. Si el disidente se encuentra en una clase de acreencias o intereses que, como clase, acepta el plan la corte debe estar asegurarse de que el disidente reciba bajo el plan por lo menos propiedades por el valor de aquello que hubiese recibido en una liquidación. Ver *Ibid.* 1129 (a) (7). Si el disidente se encuentra en una clase de acreencias o intereses que como clase no acepta el plan, la corte debe asegurarse de que el disidente reciba bajo el plan propiedades por un valor que equivalga a la satisfacción total de su acreencia, o un monto que sea igual a la porción proporcional de su clase, del interés residual en el valor de la empresa, después que las más altas acreencias o intereses hayan sido satisfechos en su totalidad. Ver, *Ibid.* 1129,b,2; ver también la discusión en las notas 63-69 y el texto que las acompaña.

⁹ Para una discusión relacionada, ver Parte IV A.

¹⁰ Ver, BAIRD, Douglas. «Revisiting Auctions in Chapter 11». *Journal of Law and Economics*, No. 36, 1993, p. 633 (de ahora en adelante Baird: «Revisiting Auctions») (comparando costos asociados a regímenes legales existentes y propuestos en el Chapter 11 con aquellos debajo de un régimen mandatorio de subastas); BAIRD, Douglas. «The Uneasy Case for Corporate Reorganizations». *Journal of Legal Studies* No. 15, 1986, p. 127 (argumentando que los inversionistas de sociedades que cotizan en bolsa, casi siempre preferirán la liquidación de empresas viables sobre la reestructuración de la sociedad). Esta idea fue también mencionada en MECKLING, William, «Financial Markets, Default, and Bankruptcy: The Role of State». *Law y Contemp. Probs* No. 41, 1977, pp. 13, 37-38.

¹¹ Ver ROE, Mark. «Bankruptcy and Debt: A New Model for Corporate Reorganization». *Columbia Law Review*, No. 83, 1983, pp. 527, 559 (sosteniendo aproximaciones basadas en el mercado que «arrasarían los enredados nudos de valuación concursal, conflictos distribucionales y recapitalización»).

¹² Ver, BEBCHUCK, Lucian. «A New Approach to Corporate Reorganizations». *Harvard Law Review*, No. 101, 1988, p. 775.

¹³ Ver *Ibid.* pp. 785-88. La satisfacción de un interés a valor nominal se refiere a la satisfacción de los dividendos de acciones preferentes atrasados o una liquidación del accionariado preferente.

¹⁴ *Cfr.* MERTON, Robert. «The financial System and Economic Performance». *J. Fin. Servs. Res* No. 4, 1990, pp. 5, 25-27. (discutiendo aproximaciones alternativas que incluyan opciones).

¹⁵ Ver BEBCHUCK, Lucian, nota 12. La propuesta de Bebchuck no requiere una decisión uniforme dentro de una clase de acreencias o intereses. Aunque él sí menciona, que debido a que cada opción puede o no ser valiosa, al tiempo que uno ejercita una de ellas, se espera una decisión uniforme. Ver *Ibid.* pp. 787-88.

puede ser valiosa, no sólo en los Estados Unidos donde la ley tributaria trata mejor a la deuda que al capital¹⁶, pero generalmente porque la deuda sujeta a la empresa a obligaciones fijas. Una empresa financiada con obligaciones fijas, así como con capital, podrá permitir a los administradores tener una porción significativa del interés residual de la empresa. Entonces, los administradores tendrán un incentivo poderoso para incrementar el valor de la empresa. Más aún, tal como Steven Ross¹⁷, Stanford Grossman y Oliver Hart¹⁸, y Michael Jensen¹⁹ explican o apoyan en varios aspectos, la necesidad de una empresa de cumplir continuamente con obligaciones fijas disciplina a los administradores, quienes tienen que producir ingresos o retornos al mercado de capital por los fondos adeudados. Si un mal desempeño lleva a una escasez de ingresos, el escrutinio de potenciales proveedores de capital podría revelar una administración defectuosa y llevar al desposeimiento de los administradores²⁰.

Dada la flexibilidad de la propuesta de Bebchuck para incluir la deuda, su propuesta puede hacer posible una eficiente reorganización del capital. Aún así, Philippe Aghion, Oliver Hart, y John Moore no se encuentran seguros acerca del reemplazo del proceso de reestructuración por una valuación en el mercado. Ellos argumentan que un proceso concursal tradicional, supervisado por una corte judicial, en principio hace más que corregir las estructuras del capital de la empresa. Desde su punto de vista, el procedimiento concursal puede también facilitar el reemplazo de la administración o la fusión del deudor con otra empresa.

El régimen propuesto por Bebchuck sacrificaría este rol facilitador. Consecuentemente, Aghion, Hart y Moore (AHM) ofrecen una elaboración de la propuesta de Bebchuck que incluiría supervisión judicial. Después de que los acreedores o los titulares de intereses ejercieron o no las opciones a las que se refiere Bebchuck, el régimen de AHM haría votar a la clase de capital resultante para escoger entre los planes de reestructuración ofrecidos en caso de insolvencia²¹. El régimen de AHM permitiría que cualquiera proponga un plan, el cual podría incluir cualquier estructura de capital, equipo de administración, o una fusión con otra empresa. A pesar de que Aghion, Hart y Moore reconocen que una empresa de puro capital que se encuentra sometida a una administración preconcursal puede, en principio, alcanzar cualquier reestructuración similar después del procedimiento concursal, ellos ven en la influencia judicial una ventaja, tanto en cuestiones de orden (para forzar la apertura de los libros de la sociedad, por ejemplo) como en lo que respecta a los consejos proveídos por los expertos de la corte²².

La ventaja principal de las propuestas de Baird, Roe, Bebchuck y AHM sobre el *Chapter 11* consiste en que con cualquiera de ellas sería el mercado, en lugar de una negociación o una corte, el responsable de valorar el negocio del deudor. En el *Chapter 11*, el periodo legalmente reservado para la negociación acreedores y titulares de intereses de prioridad variable²³ y el espectro de discusión respecto del valor real de una empresa pueden imponer significativos costos direc-

¹⁶ Ver I.C.R 163, 1996, permite deducir de los ingresos gravados de la sociedad contribuyente "todo interés por deudas pagado o acumulado durante el año tributario". No existe una disposición general similar para deducciones de pagos para tenedores de intereses de capital.

¹⁷ Ver, ROSS, Stephen. «The determination of Financial Structure: The Incentive Signaling Approach». *Bell Journal Econ.*, No. 8, p. 23, 1977(describiendo a la deuda como señal de la calidad de empresa).

¹⁸ Ver, GROSSMAN, Stanford y Oliver D. HART. «Corporate Financial Structure and Managerial Incentives». *The Economics of Information and Uncertainty*, No. 107, (John J. Mc Call ed., 1982 (argumentando que la deuda fuerza a los administradores a maximizar las ganancias o a arriesgarse a perder beneficios de su posición en caso de insolvencia).

¹⁹ Ver, JENSEN, Michael. «Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers». *Am. Econ. Rev.*, No. 76, 1986, pp. 323, 324. (propugnando la "hipótesis de control" de la creación de deuda).

²⁰ Ver, por ejemplo, ADLER, Barry. «An Equity- Agency Solution to the Bankruptcy Priority Puzzle». *Journal of Legal Studies*, No. 22, 1993, pp. 73, 92 (sugiriendo que las señales de un posible mal manejo pueden llevar a una investigación ulterior y finalmente a un cambio beneficioso en el control de la sociedad). EASTERBROOK, Frank. «Two Agency-Cost Explanations of Dividends», *Am. Econ. Rev.*, No. 74, 1984, pp. 650, 654 (estableciendo que quienes aportan capital son muy buenos supervisores de los administradores).

²¹ Ver, AGHION, Philippe y otros., «The Economics of Bankruptcy Reform». *Journal of Law, Economics and Organization*, No. 8, 1992, pp. 523 (de aquí en adelante Aghion Econ. Et al. Economics); AGHION, Philippe y otros. «Improving Bankruptcy Procedure». *Wash. U. L. Q.*, No. 72, 1994, pp. 849, 850 («En nuestro esquema, las acreencias son convertidas en capital, y la decisión sobre reestructurar o liquidar es sometida al voto.»).

²² Hay otras propuestas para combinar elementos de diferentes regímenes, Robert Hansen y Randall Thomas, por ejemplo, han sugerido una negociación estructurada para un periodo limitado seguido, si es necesario, por una subasta. Ver HANSEN, Robert y Randall THOMAS, «Auctions in Bankruptcy: Theoretical Analysis and Practical Guidance 35», 1994 (manuscrito no publicado, en el file del autor). George Triantis adscribe esencialmente este proceso a la legislación concursal canadiense. Ver TRIANTIS, George. «The Interplay Between Liquidation and Reorganization in Bankruptcy: The Role of Screens, Gatekeepers, and Guillotines». *Int'l Rev. L. y Econ.*, No. 16, 1996, pp. 101, 108-14. Una discusión detallada de los elementos combinados no contribuiría de manera significativa al análisis de este artículo.

²³ Ver 11 U.S.C 1121, 1994 (sujeto a ajustes hechos por la corte, se otorga al deudor un plazo exclusivo de 120 días para preparar el plan de reestructuración, y 60 días más para ganar la aceptación). Una corte generalmente no terminaría con el proceso de reestructuración al menos hasta la expiración del plazo exclusivo del deudor.

tos o indirectos²⁴. Por ejemplo, Edward Altman estimó que estos costos en conjunto serían mayores que el 15% del valor de una empresa al momento de la insolvencia, a pesar de que estos costos son más difíciles de separar de la mala situación económica, de la financiera²⁵.

C. Alternativas contractuales

A pesar de que, en principio, cualquier alternativa al proceso concursal basada en el mercado podría ser adoptada contractualmente, cada una es establecida como una alternativa para reformar o reemplazar, y no para evadir, la regulación legal de insolvencia formulada por el gobierno. Este hecho refleja una aparente aceptación de un problema de acción colectiva que, tal como ha argumentado Tom Jackson, aparentemente crea la necesidad de un procedimiento obligatoriamente colectivo. No está claro, sin embargo, que un procedimiento colectivo sea necesario. Trabajando sobre los estudios de otros²⁶, he sostenido anteriormente, que el problema de la actuación colectiva es altamente ilusorio²⁷. Cada inversionista en una empresa – en igual medida el acreedor y el tenedor de capital – regatea con el empresario o administrador de la empresa, quien, en principio, puede imponer a los inversionistas un conjunto de reglas para prever un retorno de las inversiones y para la contingencia de la

insolvencia. Tal negociación no podría incluir acreedores extra contractuales, pero la ley podría tratar acreencias extra contractuales de manera separada²⁸. No habría necesidad de tener reglas concursales generales.

El prospecto del acuerdo *ex ante* para eliminar el problema de una subasta colectiva hace surgir la posibilidad de una solución *ex ante* para la pregunta sobre la valuación, que constituye el centro de la reestructuración y las propuestas de revisión de la legislación concursal. En trabajos anteriores, sostuve que una empresa podría, en principio, emitir una forma de capital preferente en vez de deuda²⁹. Esta sustitución crearía lo que yo llamo una empresa con “Capital Camaleónico”. Tal empresa tendría los beneficios aportados por las obligaciones fijas, pero evadiría cualquier consecuencia negativa del fracaso de la coordinación de los acreedores –principalmente la liquidación por incumplimiento de una empresa viable– a través de la eliminación de la cobranza individual efectuada por acreedores. En la empresa más simple con Capital Camaleónico, si la insolvencia –entendida no tradicionalmente como el tener un valor de activos menor a sus obligaciones fijas³⁰– la lleva a incumplir de forma insubsanable con las obligaciones hacia el capital preferente, tal incumplimiento eliminaría la clase de capital común preconcursal y con-

²⁴ Ver, por ejemplo, ALTMAN, Edward. «A further Empirical Investigation of the Bankruptcy Cost Question». J. Fin., No. 39, 1984, pp. 1067, 1077 (Calculando el costo total del procedimiento concursal de una muestra de 18 empresas de tamaños variados en 16.7% del valor de la empresa en el año de la insolvencia); BHAGAT, Sanjai y otros. «The Costs of the Inefficient Bargaining and Financial Distress: Evidence from Corporate Lawsuits». J. Fin. Econ., No. 35, 1994, p. 221 (describiendo los costos del litigio entre empresas); OPLER, Tim y Sheridan TITMAN. «Financial Distress and Corporate Performance». J. Fin., No. 49, 1994, p. 1051. (Describiendo los costos de la pérdida de ventas); WEISS, Lawrence. «Bankruptcy Resolution: Direct Costs and Violation of Priority of Claims». J. Fin. Econ., No. 27, 1990, pp. 285, 289 (Calculando solamente los costos directos de una empresa cotizada en bolsa en un promedio de 3% del valor de la empresa); LO PUCKI, Lynn. «The Death of Liability». Yale Law Journal, No. 106, 1996, pp. 1, 50-51 nn. 217-18 (recopilando estudios sobre los costos directos e indirectos de los procedimientos concursales). Pero, ver, por ejemplo, ANDRADE, Gregor y Steven KAPLAN. «How Costly is Financial (Not Economic) Distress? Evidence from Highly Leveraged Transactions that Became Distressed», 1996 (manuscrito inédito, en el file del autor) (distinguiendo los costos de una mala situación financiera de los costos de una mala situación económica); BAIRD, Douglas. «The Hidden Virtues of Chapter 11: An Overview of the Law and Economics of Financially Distressed Firms», 1995, pp. 14-17 (manuscrito inédito, en el file del autor) (argumentando y recopilando estudios que sugieren que costos pueden estar sobre estimados).

²⁵ Ver ALTMAN, nota 24. Los casos de la muestra de Altman preceden al actual Código Concursal, pero la ley que estaba en su lugar en ese momento imponía una estructura similar de negociación. El resultado de Altman, entonces, sigue siendo relevante como un estimado aproximado.

²⁶ Ver, de manera general, HAUGEN, Robert y Lemma SENBET. «Bankruptcy and Agency Costs: Their Significance to the Theory of Optimal Capital Structure». J. Fin. and Quantitative Analysis, No. 23, 1988, pp. 27, 29-31 (argumentado que los impedimentos para reestructurar son fácilmente eliminados mediante la inclusión de cláusulas simples en los estatutos de la empresa y en los contratos de emisión de bonos); MERTON, Nota 14 (sugiriendo que las subastas pueden eliminar la necesidad de un procedimiento concursal), PICKER, Randal. «Security Interests, Misbehavior, and Common Pools». University of Chicago Law Review, No. 59, 1992, p. 645 (argumentando que los créditos garantizados mitigan el problema de la acción colectiva); ROE, Mark. «The Voting Prohibition in Bond Workouts». Yale Law Journal, No. 97, 1987, p. 232 (argumentando que la prohibición bajo la Sección 316 (b) del Trust Indenture Act restringe la resolución contractual de la mala situación financiera).

²⁷ Ver ADLER, Barry. «Financial and Political Theories of American Corporate Bankruptcy». Stanford Law Review, No. 45, 1993, pp. 311, 313-15.

²⁸ Con una intervención menor que la de un proceso concursal, la ley puede ordenar que los acreedores extra contractuales reciban una prioridad más alta, sujeta a términos de cobranza tan favorables como, pero no más favorables que, cualquiera otorgada a un inversionista. Ver, *Ibid.* p. 340 (argumentando que la ley debería evitar que las víctimas extracontractuales ejerzan sus derechos de cobranza individual permitiéndoles retener su status de acreedores de la más alta prioridad).

²⁹ Ver. *Ibid.* pp. 323-33.

³⁰ La insolvencia es ordinariamente definida como la situación en la cual el valor de activos es menor al de las obligaciones crediticias. Ver U.S.C 101 (32) (A) (1994). Para la definición ordinaria las obligaciones fijas del capital preferente no son consideradas entre las obligaciones crediticias.

vertiría la clase de capital preferente de menor prioridad en un capital común. Cualquier clase de capital preferente restante sobreviviría. No habría ninguna aceleración de las obligaciones vigentes³¹. En cualquier momento, la administración representaría a la clase de capital común, la cual podría continuar o liquidar la empresa, retener o reemplazar la administración a su voluntad³². La determinación del curso apropiado no sería gratuita, pero estaría libre del conflicto sobre el valor de la empresa. El Capital Camaleónico no necesariamente satisfecería los ideales de la reorganización financiera, el honrar la prioridad de los inversionistas y reestablecer la solvencia de la empresa. Una empresa de Capital Camaleónico podría incumplir mientras es solvente³³, o hasta antes de incurrir en insolvencia a través de más una clase de prioridad³⁴. Pero el diseño de periodos de cura del incumplimiento, del tamaño de la clase dentro de la estructura del capital, de la variación en el vencimiento de las obligaciones, y de cláusulas de incumpli-

miento cruzado podrían balancear y mitigar estas preocupaciones.

La estructura del Capital Camaleónico establecido contractualmente tiene una importante ventaja potencial por sobre la actual ley de reestructuración. La conversión automática de la clase de obligaciones fijas con menor prioridad en capital común, y la supervivencia de las clases con prioridades más altas, alcanzaría la reestructuración de una empresa insolvente sin el costoso embrollo que con frecuencia resulta del actual proceso concursal.

Mas aún, la estructura camaleónica del capital permitiría a una empresa reestructurarse sin incurrir en el costo de una valuación que cualquiera de las propuestas de reforma discutidas impondría en alguna medida. Este costo podría ser sustancial. Por ejemplo, basándonos en un estudio realizado por Clifford Smith, incluso una oferta grande, por sobre los 100 millones

³¹ Un modelo más sofisticado de empresa con Capital Camaleónico tendría en cuenta pagos preferenciales y la variedad en la madurez de las obligaciones. Si, por ejemplo, el fracaso de la empresa, llevara a una transformación a Capital Camaleónico, los administradores tendrían que reclamar pagos hechos a la clase extinguida dentro de un periodo específico antes de la transformación. Esto, combinado con restricciones de dividendos, podría dar a las acreencias sobrevivientes con un colchón confiable de capital como un sustituto para la aceleración. Cfr. Nota 34. Más aún, un modelo más sofisticado podría contar con acreencias disputadas sin alterar el punto fundamental aquí. Ver, ADLER, Barry. "A World Without Debt", Wash. U.L.Q., No. 72, 1994, pp. 811, 824-25.

³² Esta propuesta, ostensiblemente recuerda aquella en BRADLEY, Michael y Michael ROSENZWEIG. «The Unetable Case for Chapter 11», Yale Law Journal, No. 101, 1992, pp. 1043, 1078-88 [De aquí en adelante Bradley y Rosenzweig, Unetable Case], preparado simultáneamente a mi trabajo original sobre el tema. Sin embargo, la propuesta de Bradley y Rosenzweig falla en resolver el problema de acción colectiva entre acreedores y por esa razón, no constituye una alternativa a la preservación en la insolvencia de una empresa viable pero insolvente. Más aún, en la medida en que Bradley y Rosenzweig aclaran, su propuesta no anticipa una prohibición sobre la aceleración de acreencias con prioridades altas. Ver BRADLEY, Michael y Michael ROSENZWEIG, «In Defense of Abolishing Chapter 11», 1995, pp. 45- 46 (manuscrito inédito, en *file* del autor). Por las razones discutidas abajo, esta diferencia haría que la propuesta de Bradley y Rosenzweig sea menos eficiente que el Capital Camaleónico en evadir costos de reestructuración. Como esta sección, en este artículo sugiere, tanto mi propuesta como la de Bradley y Rosenzweig construyen sobre recomendaciones previas para alternativas al procedimiento concursal que transformarían obligaciones fijas en intereses residuales. Ver, BEBCHUCK, nota 12 (proponiendo otorgar opciones para tenedores de acreencias de prioridad variable); MERTON, Nota 14. (proponiendo una alternativa de «incumplimiento sin culpa»); Notar, «Distress-Contingent Convertible Bonds: A proposed Solution to the Excess Debt Problem», Harvard Law Review, No. 104, 1991, p.1857 (proponiendo una conversión contractual de la deuda a capital en tiempos de tensión).

³³ La falta de liquidez puede resultar en el incumplimiento con un pago no subsanado que llevaría al régimen de insolvencia aplicable. Este problema, sin embargo, puede no ser grande porque un deudor solvente puede tener una oportunidad para refinanciar la deuda que va a vencerse, o si hay un periodo de cura, se ha vencido, aun si el tenedor de la deuda insiste en el repago. Verdaderamente, aun un deudor insolvente puede refinanciar sus obligaciones. Ver, por ejemplo., WICKAM, Margot - Bennet. «Earmaking in the Eighth Circuit». Iowa Law Review, No. 79, 1994, p. 965 (recopilando y discutiendo casos sobre la doctrina de «*earmaking*»). Para una discusión más profunda sobre el problema de liquidez, ver ADLER, Nota 31, pp. 822-23. Un problema relacionado es que la administración de una empresa solvente con liquidez puede escoger hacer que su empresa no pague las obligaciones fijas. La administración puede comportarse de esa manera si es que, por ejemplo, recibió una retribución irregular de la clase con menor prioridad de las obligaciones fijas. Confróntese con la notas 75 y 76 y el texto que las acompaña. Pero una estructura de Capital Camaleónico podría permitir la implicancia el directa del capital en la decisión de pagar obligaciones fijas, una implicancia necesaria solamente si los inversionistas de capital sospecharan un mal comportamiento de parte de las administración. Y, el riesgo de tal mal comportamiento, puede no ser grande. La empresa puede otorgar a sus administradores un interés de capital y proscribir que la administración tenga propiedad sobre cualquier obligación fija, así como sobre, cualquier relación entre la administración y un tenedor de una obligación fija. Una retribución irregular no sería sutil, y tal vez, generaría responsabilidades penales. Más aún para una empresa con Capital Camaleónico que cotiza en bolsa, los estatutos podrían superar la falla táctica de la empresa solvente si una cláusula requiriera el desembolso de una clase de capital común *post* transformación con valor agregado, basado en intercambios subsequentes, por encima de 100% de las acreencias fijas de esa clase. Tal comparación de valor sería posible sin requerir que cada tenedor de una opción en el dinero (*in-the-money option*) alce el precio de ejercicio, como sería el caso en el régimen de Bebhuck y AHM descritos anteriormente.

³⁴ Suponer que la estructura del capital de una empresa permitiría solvencia eterna, con la cancelación de las obligaciones con menor prioridad de la pre transformación para revertir cualquier exceso de obligaciones sobre valor de activos, se encuentra implícita en el diseño de Capital Camaleónico. Sin embargo, este resultado no es certero. Como he mencionado en ADLER, nota 27, la posibilidad de que una empresa caiga en insolvencia a través de múltiples clases es una debilidad potencial en la propuesta. A pesar de ello, tal como el texto inmediatamente debajo sugiere, los términos contractuales de Capital Camaleónico podrían minimizar este riesgo. Ver también Ibid. pp. 325-26. Cfr. LELAND, Hayne y Kalus TOFT. «Optimal Capital Structure, Endogenous Bankruptcy, and the Term Structure of Credit Spreads», J. Fin., No. 51, 1996, pp. 987, 991-95 (describiendo la «insolvencia endógena»).

de dólares del capital común adicional de una empresa que cotiza en bolsa, emplearía cerca del 4% del total de los procedimientos en compensaciones a los *underwriters* y otros gastos³⁵. Un estudio realizado por Jay Ritter sugiere que esta proporción puede incrementarse a un 20% en el caso de una oferta pública inicial menor a 2 millones de dólares³⁶. A pesar de que estos estudios sobre venta de valores no son estudios de empresas a ser reestructuradas luego del incumplimiento, hay pocos motivos para creer que la venta de una empresa insolvente u la suscripción de opciones en esa empresa podrían recaudar un precio libre de los costos que estos estudios señalan.

Para entender por qué pagar cuotas sustanciales a los *underwriters* puede ser necesario para conseguir un precio de venta justo, resulta útil examinar primero los problemas que causarían enfrentamientos entre los vendedores y los potenciales compradores de una empresa insolvente. Las empresas que son vendidas porque la insolvencia las lleva al incumplimiento, a menudo pueden tener un valor común para los compradores potenciales, pudiendo estos liquidar la empresa o contratar un mejor equipo de administradores, según les parezca³⁷. Ello significa que no hay razón para creer que los activos de una empresa insolvente podrían ser una fuente de sinergia única con los activos de alguna otra empresa. La investigación realizada por un comprador potencial con la esperanza de descubrir un uso particularmente eficiente para la empresa o para sus activos sería probablemente un desperdicio. Aunque, sin una investigación un comprador potencial podría ofrecer un precio menor que el estimado previo a la investigación. La baja oferta podría ser causada por la sospecha de que si la empresa tuviese un valor mayor, los inversionistas iniciales de la empresa hubiesen hecho un arreglo para venderla en privado³⁸. Entonces, a menos que los

potenciales compradores posean información sustancial y confiable sobre el valor de la empresa insolvente, los inversionistas de la empresa previos a la insolvencia, como últimos vendedores, podrían promover la investigación, a pesar de sus costos. Aun si la discreción del vendedor no fuese una preocupación, un potencial comprador podría investigar, sin importar el interés del vendedor, al menos porque valora la oportunidad de evadir una oferta en su estimado previo a la investigación si su estimado de la investigación probara ser menor³⁹.

Si los potenciales compradores investigaran, los inversionistas previos a la insolvencia, como vendedores, esperarían soportar los costos agregados de tal investigación, ya que los compradores potenciales realizarían ofertas sólo si los costos de hacerlo no fuesen mayores que la ganancia esperada de una propuesta exitosa, teniendo en cuenta la probabilidad de éxito. Es decir, cada postor requerirá una ganancia esperada mayor o igual a cero. Como resultado, si cada postor incurriera en gastos de preparación, el vendedor pagaría indirectamente dicho gasto con la venta a un precio esperado menor al valor para el postor mayor, quien en esencia, ganaría una lotería con un boleto pagado por sus costos de preparación. Este es un resultado ya conocido, explicado por Kenneth French y Robert McCormick para subastas con propuestas cerradas de primer premio⁴⁰.

Si una empresa, o los intereses en una empresa, fuesen vendidos en un escenario en el cual se permitiera a los potenciales compradores observar las ofertas de otros y subir sus propuestas en respuesta a ello, los inversionistas iniciales podrían sufrir más que los costos de la investigación agregada. Peter Cramton y Alan Schwartz aplican la teoría de la subasta a las ofertas de empresas que cotizan en bolsa y, en el

³⁵ N 35. Ver SMITH, Clifford Jr., «Alternative Methods for Raising Capital: Rights Versus Underwritten Offerings», J. Fin. Econ., No. 5, 1977, pp. 273, 277 (analizando información de la Securities Exchange Commission para comparar los costos de *underwriting* con los costos de ofrecer derechos).

³⁶ Ver RITTER, Jay. «The Costs of Going Public». J. Fin. Econ., No. 19, 1987, pp. 269, 272.

³⁷ Comparar CRAMTON, Peter y Alan SCHWARTZ, «Using Auction Theory to Inform Takeover Regulation». J.L. Econ. y Org. 7, 1991, pp. 27, 47, donde los autores refieren a este punto al describir los objetivos de las ofertas públicas.

³⁸ Comparar la discusión sobre las ofertas públicas y el problema de los «limones», por ejemplo, en BLACK, Benard. «Is Corporate Law Trivial?: A Political and Economic Analysis», Nw. University Law Review, No. 84, 1990, pp. 542, 570-72, EISENBERG, Melvin. «The Structure of Corporate Law», Columbia Law Review, No. 89, 1989, pp. 1461, 1551-24, y KAHAN, Marcel. «The Qualified Case Against Mandatory Terms in Bonds», Nw. University Law Review, No. 89, 1995, pp. 565, 580-83, cada una revisando la ley y literatura de finanzas.

³⁹ FRENCH, Kenneth y Robert MC CORMICK se refieren esencialmente a estos puntos al describir la negociación como una alternativa a las subastas: «Dos condiciones deben quedar satisfechas para que esta estrategia sea exitosa. Primero, los compradores potenciales deben creer que los activos son seleccionados al azar de la distribución antecedente. En otras palabras, el propietario no puede predeterminar sus activos, vendiendo artículos de bajo valor a un precio fijo... y usando cualquier otra técnica para vender el resto. Segundo, los compradores potenciales, deben estar impedidos de recolectar cualquier información. Sin esta restricción, los compradores sólo comprarán el activo cuando su valor estimado está por encima de su precio.» FRENCH, Kenneth y Robert Mc CORMICK. «Sealed Bids, Sunk Costs, and the Processes on Competition». J. Bus., No. 57, 1984, pp. 417, 431-32.

⁴⁰ Ver de manera general, id. Ver GOLDBERG, Victor. «The Gold Ring Problem» 1, 1996, pp. 5-10 (manuscrito inédito, en el *file* del autor) (cuestionando la aplicabilidad general del resultado de French y McCormick).

proceso, hacen una observación respecto de una regla que establecería una subasta o una distribución de opciones en una empresa insolvente. Bajo la presunción de que después de la investigación el valor de una empresa no sólo es común para todos los potenciales compradores sino que también es en valor cierto, Cramton y Schwartz demuestran que después de que un comprador potencial incurre públicamente en los costos de formulación de la oferta, ningún otro potencial comprador tendría interés en duplicar este costo⁴¹. Si un postor competitivo incurriera en el costo de hacer una oferta, competiría en la subasta con el investigador original, quien ya tiene un costo hundido, de tal manera que los beneficios de entrada se acrecentarían para el vendedor con la pérdida de los costos de oferta para los potenciales compradores⁴². Como resultado, si los costos de hacer una oferta son positivos, un postor inicial y solitario compraría una empresa subastada por menos de su valor, a menos que el vendedor cancelara la subasta y negociara con el potencial comprador. El vendedor sufriría cualquier pérdida o el costo de negociación⁴³. La posibilidad de una pérdida, a pesar de ser meramente una transferencia *ex post*, podría causar *ex ante* una subinversión socialmente ineficiente en una empresa⁴⁴.

El uso de un *underwriter* para vender intereses en una empresa combate los problemas del vendedor. Un *underwriter* puede investigar el valor de una empresa y reportar los resultados de tal investigación a los

inversionistas del mercado. Si el *underwriter* tiene una buena reputación, los potenciales compradores se apoyarían en su investigación y tratarían su estimación como una base confiable para formular una oferta, aún en ausencia de una investigación realizada por el propio potencial comprador. El *underwriter* cobraría por este servicio, lo cual explicaría los costos de *underwriting* descritos por Smith y Ritter⁴⁵. Estos son, por tanto, costos que los inversionistas iniciales en una empresa insolvente tendrían que soportar si el incumplimiento llevara a vender la empresa⁴⁶. Entonces, la venta de una empresa insolvente u opciones en tal empresa pueden no ser óptimas para los inversionistas⁴⁷.

La propuesta del Capital Camaleónico podría permitir a los inversionistas escapar de los costos de venta en circunstancias donde las respectivas propuestas de reforma de Baird, Roe, Bebchuck y Aghion-Hart-Moore impondrían dichos costos. Una empresa con Capital Camaleónico *post* transformación, podría tener suficientes fondos internos para curar cualquier incumplimiento con obligaciones fijas sobrevivientes, dado que, como una parte de la estructura del Capital Camaleónico, los titulares de dichas obligaciones aceptarían la eliminación de una acreencia fija de clase baja como sustituto a la aceleración de los montos adeudados. El uso de fondos internos permitiría a una nueva clase de capital común mantener todo su interés residual sin la necesidad de una valuación externa. Por supuesto, no sería

⁴¹ Ver CRAMTON y SCHWARTZ, nota 37.

⁴² En una nota al pie de página, Cramton y Schwartz dicen que este resultado se mantendría aun en una subasta cerrada. Sería costoso que un segundo postor entre, argumentan Cramton y Schwartz, y este costo sería hundido. Ellos, razonan, por tanto, que cuando exista más de un postor, la oferta de precio equilibrada para una empresa sería su valor certero posterior a la investigación, y el retorno esperado de cada postor, sería una pérdida de costos de entrada. Entonces, concluyen que no habría un segundo postor y el postor inicial podría comprar la empresa por un precio arbitrariamente bajo, a menos que la subasta fuese cancelada. Ver id. En 33 n 13. El equilibrio a bajo precio de un postor que Cramton y Schwartz describen, como fuera, sólo existiría si ningún postor pudiera entrar después de que el postor inicial hiciera su oferta cerrada. La discusión en el texto de ninguna manera termina el análisis de los tipos de teorías sobre subastas potencialmente relevantes. La discusión está dirigida meramente a ilustrar los costos potenciales de una subasta. Para una discusión extendida sobre subastas, ver, por ejemplo, MC AFEE, Preston y John MC MILLAN. «Auctions and Bidding». J. Econ. Lit., No. 25, 1987, p. 699; Paul MILGROM, «Auctions and Bidding: A Primer». J. Econ. Perspectives 3, 1989, p. 3.

⁴³ CRAMTON y SCHWARTZ, ambos, nota 37, y FRENCH y MCCORMICK, nota 39, sugieren que la negociación con un solo comprador potencial, no una subasta, podría minimizar los costos de vender propiedad de valor común. Como Cramton y Schwartz explican, sin embargo, la negociación puede no ser ideal si la propiedad a ser vendida es una empresa en cuyo desmedro administradores infieles negociarían. Ver CRAMTON y SCHWARTZ, nota 37. Respecto a que uno espere que los administradores sean desleales respecto a la decisión de continuación, ver texto que acompaña la nota 58; notas 62-71 y el texto que la acompaña, la negociación de la venta, puede no ser una buena regla de insolvencia.

⁴⁴ Cfr. GROSSMAN, Sanford y Oliver HART. «Takeover Bids, the Free Rider Problem, and The Theory of the Corporation». Bell J. Econ., No. 11, 1982, pp. 42, 56 («A pesar de permitir que las diluciones ilimitadas maximicen el retorno social por unidad de inversión, esto vincula diluyendo los derechos de propiedad de accionistas iniciales mediante la reducción del rango de retorno esperado para ellos, que en respuesta reduce su incentivo para invertir.»).

⁴⁵ Ver SMITH, nota 35; RITTER, nota 36.

⁴⁶ Para una discusión más profunda sobre los costos de la subasta de empresa en insolvencia, ver BAIRD, «Revisiting Auctions, nota 10. HANSEN y THOMAS, nota 22.

⁴⁷ La propuesta de Mark Roe de vender sólo una porción de una empresa insolvente, ver nota 11 y el texto que la acompaña, salvaría aquellos costos de venta que son proporcionales a la venta de la acreencia o interés vendido. Pero, la venta de una porción pequeña puede ser la fuente de otros problemas, tales como un ofrecimiento inflado por o a favor de accionistas previos a la insolvencia o acreedores *junior* que pueden beneficiarse a la expensa de inversionistas *senior* de una sobre valuación de la empresa. Más aún, la eliminación de la investigación de un *underwriter* puede inducir un desembolso balanceador en la producción de información por inversionistas iniciales conocidos, cuyo interés en el precio de venta se extendería más allá de los procedimientos de venta, y que podría temer que una subasta de intereses en la empresa deficiente en información produzca un precio bajo... Cfr. Nota 39 y el texto que la acompaña.

posible una continuación sin venta en una subasta o venta de valores. La propuesta de Bebchuck o la de AHM podrían llegar a una continuación sin venta, pero sólo si la nueva clase residual fuese la clase más alta previa a la transformación, o si los tenedores de la nueva clase residual pudiesen ejercitar su opción sin fondos externos.

El Capital Camaleónico no es la única propuesta para una alternativa contractual que posiblemente podría evadir los costos de reestructuración y de venta. Alan Schwartz ha sostenido que los inversionistas pueden no querer simplemente elevar el interés en el capital de una empresa en el rango de prioridades. Los inversionistas, señala Schwartz, pueden desear dar en la etapa de pre insolvencia una distribución de acreencias e intereses para la etapa posterior a la insolvencia. Esa distribución reflejaría el resultado de lo que hubiera sido una negociación *post* insolvencia⁴⁸. Tal distribución posterior a la insolvencia, que no necesita eliminar el interés en el capital previo a la insolvencia, podría proveer al capital de los adecuados incentivos para el riesgo previo a la insolvencia, podría crear cualquier combinación de deuda y capital en la nueva estructura del capital, y no impondría los costos de un conflicto estratégico *ex post* o de una venta⁴⁹.

II. LA DECISIÓN DE CONTINUAR

Otra rama de la literatura sobre insolvencia se plantea la pregunta de si una empresa insolvente debe continuar o debe liquidarse. Comenzando por Jeremy

Vulgo y John Shoven⁵⁰, muchos estudiosos se han preguntado si es que y bajo qué circunstancias los administradores o los accionistas pueden negociar con los acreedores para permitir la continuación de la empresa insolvente sin un procedimiento concursal⁵¹. Recientes estudios han extendido la discusión para ocuparse de la decisión de continuación al interior de la insolvencia. Robert Gertner y Randal Picker, por ejemplo, han argumentado que la tendencia del proceso concursal de compensar moderadamente los intereses del capital de empresas insolventes – tal compensación es conocida como una violación a la prioridad absoluta- puede inducir a la administración de una empresa inviable, como capital o como agente del capital, a liquidar la empresa voluntariamente a cambio de esta modesta compensación⁵². Los administradores de una empresa viable, creen Gertner y Picker, declinan al pequeño pago por la liquidación, y en esencia ofrecen una compra o hacen que los capitalistas compren la empresa a los acreedores. Entonces, de acuerdo con esta teoría, el procedimiento concursal provee una eficiente separación de empresas viables e inviables. En contraste, por ejemplo, Michelle White ha argumentado que, entre otras cosas, los subsidios del gobierno a las empresas que se reestructuran bajo el *Chapter 11* induce a que empresas ineficientes continúen en funcionamiento⁵³.

La conexión entre métodos de protección de una empresa en insolvencia y la decisión de continuación es ampliamente desatendida en este estudio⁵⁴. Común-

⁴⁸ Ver SCHWARTZ, Alan. *Journal of Law and Economics*, No. 36, 1993, pp. 595, 613-20.

⁴⁹ He argumentado en otros lados que los inversionistas que no desearían replicar el resultado de una negociación *ex post* evitada, ver ADLER, Barry. «Finance's Theoretical Divide and the Proper Role of Insolvency Rules». *S. Cal. L. Rev.*, No. 67, 1994, pp. 1107, 1111-14, pero este desacuerdo con Schwartz no es relevante aquí.

⁵⁰ Ver BULOW, Jeremy y John SHOVEN. «The Bankruptcy Decision», *Bell J. Eco.*, No. 9, 1978, p. 437.

⁵¹ Para ver otro trabajo sobre este tema, ver BROWN, David y Otros. «The Information Content of Distressed Restructurings Involving Public and Private Debt Claims». *J. Fin. Econ.*, No. 33, 1993, p. 93; GERTNER, Robert y David SCHAFSTEIN. «A Theory of Workouts and the Effects of Reorganization Law». *J. Fin.*, No. 46, 1991, p. 1189; Schwartz, Nota 48; Michele J. White, «Public Policy Toward Bankruptcy; Me-First and Other Priority Rules», *Dell J Econ.*, No. 11, 1980, p. 550.

⁵² Ver GERTNER, Robert y Randal PICKER. «Bankruptcy and the Allocation of Control» 17, 1992 (manuscrito inédito en *file* del autor). Para argumentos relacionados a las reglas concursales y sobre incentivos administrativos, ver también, por ejemplo, BROWN, David, «Claimholder Incentive Conflicts in Reorganization: The Role of Bankruptcy Law». *Rev. Fin. Stud.*, No. 2, 1989, p. 109; MOORADIAN, Robert, «The Effect of Bankruptcy Protection on Investment: Chapter 11 as a Screening Device». *J. Fin.*, No. 49, 1994, p. 1403.

⁵³ Ver, WHITE, Michelle. «Corporate Bankruptcy as a Filtering Device: Chapter 11 Reorganizations and Out-of-Court Debt Restructurings». *J. L. Econ y Org.*, No. 10, 1994, pp. 268, 279 n 14, 282; WHITE, Michelle. «Does Chapter 11 Save Economically Inefficient Firms?». *Wash. U.L.Q.*, No. 72, 1994, pp. 1332-34.

⁵⁴ Douglas Diamond también ha lamentado la falta de integración de las teorías sobre la insolvencia. Ver DIAMOND, Douglas, «Corporate Capital Structure: The Control Roles of Bank and Public Debt with Taxes and Costly Bankruptcy». *Econ. Q.*, No. 80, 1994, p. 11. Como yo lo hago luego, Diamond discute el rol de una estructura *ex ante* en las decisiones de continuación. Pero Diamond se centra en si es que la deuda bancaria o la deuda pública maximiza el valor de la empresa, dado el costo presumiblemente mayor de, y una mejor decisión de continuación proveída por, este último. Hay, en suma, numerosos artículos que discuten las variaciones en la inicial estructura del capital con variaciones en el costo de insolvencia, incluyendo los costos de una ineficiente decisión. Ver, por ejemplo, ANDERSON, Michael y Brian BETKER. «Liquidation Costs and Capital Structure». *J. Fin. Econ.*, No. 39, 1995, pp. 45, 47-49 (recopilando y discutiendo trabajos anteriores); JOHNSEN, Bruce, «The Quasi Rent Structure of Corporate Governance: A Transaction Cost Theory». *Emory L. J.*, No. 44, 1995, p. 1277; WILLIAMSON, Oliver. «Corporate Finance, and Corporate Governance». *J. Fin.*, No. 43, 1988, pp. 567, 576-82 (describiendo teorías de deuda y capital). Michael Jensen ha sugerido que las empresas ajustan sus estructuras de capital para reducir los costos de los arreglos posteriores a la insolvencia, a pesar de que da por sentada la regla que gobernaría una ausencia de acuerdo posteriores a la insolvencia entre los acreedores. Ver JENSEN, Michael. «Active Investors, LBO's, and the Privatization of Bankruptcy», *J. Applied Corp. Fin.*, N° 2, 1989, p. 35. Mi enfoque aquí es sobre las decisiones simultáneas *ex ante* sobre la estructura del capital y la regla que gobernaría la ausencia de un acuerdo posterior a la insolvencia entre inversionistas

mente se dice que los administradores y los tenedores de capital tienen un incentivo para continuar aún con una empresa insolvente inviable⁵⁵. La literatura contiene descripciones de los incentivos que tienen los administradores para mantener sus empleos⁵⁶ y los accionistas para extender su opción en los activos de la empresa⁵⁷. Ha sido también observado que la ley concursal promueve estos incentivos forzando a los acreedores a sostener una negociación estructurada y prolongada para la reestructuración (al menos en aquellas circunstancias en las que la inducción a la liquidación descrita por Gertner y Picker es insuficiente)⁵⁸. Pero, se ha prestado poca atención a cómo la reforma o la eliminación del proceso de reestructuración, afectaría la decisión de continuación⁵⁹. Un análisis sobre las propuestas de reforma a la luz de la decisión de continuación trae una importante observación: todas las propuestas alternativas a la reestructuración, expuestas anteriormente en la Parte I, salvo la propuesta para subastas en efectivo, comparten con la reestructuración una inclinación en favor de la continuación. Ciertamente, algunas de estas alternativas pueden exacerbar esta inclinación.

Para comenzar el análisis, hay que ver más de cerca el procedimiento norteamericano de reestructuración. Además de medio año con un derecho exclusivo para proponer un plan de reestructuración⁶⁰, los administradores de una empresa en un procedimiento concursal pueden persuadir a una corte para aprobar un plan, aun a pesar de la objeción de un acreedor cuya acreencia no sea satisfecha completamente bajo el plan. Por ejemplo, los administradores pueden proponer un plan para continuar con una empresa deudora, en el cual los acreedores generales reciben parte del capital en la empresa reestruc-

turada. Si los administradores pueden convencer a dos tercios de los acreedores⁶¹, la corte concursal puede confirmar el plan a pesar de la objeción de algunos acreedores generales, asumiendo que la corte está convencida de que las porciones que los acreedores generales van a recibir valen al menos tanto como lo que estos hubiesen recibido en una liquidación⁶². Más aun, si los administradores pueden convencer de aceptar el plan a otra clase de acreedores cuyas acreencias no han sido satisfechas en su totalidad bajo dicho plan, la corte concursal puede aprobarlo a pesar de la objeción de todos los acreedores generales si la corte está convencida de que las participaciones que los acreedores generales van a recibir valen, al menos, lo que hubiesen recibido en una liquidación, asumiendo que el capital preconcursal no va a recibir nada bajo el plan⁶³. O, si otra clase no satisfecha acepta el plan aun asumiendo que el capital preconcursal va a recibir propiedad bajo el plan, la corte puede aprobarlo si es que encuentra que las participaciones que los acreedores generales van a recibir son de suficiente valor como para constituir un pago por la totalidad de las acreencias generales⁶⁴.

El procedimiento concursal no le otorga a un acreedor disidente acceso a una valuación en el mercado de la propiedad que va a recibir bajo el plan de reestructuración. En un caso conocido, *Nite Lite Inns*⁶⁵, una corte se negó a compensar a un acreedor sin tomar en cuenta la posición del acreedor quien argumentaba que no podría vender los valores que iban a ser emitidos bajo el plan por el monto que la corte consideraba que los valores valían⁶⁶. Otras cortes son más sutiles⁶⁷, y a pesar de que los estudios formales son pocos, hay una creencia ampliamente mantenida

⁵⁵ Ver, por ejemplo, MAKSIMOVIC Vojislav y Gordon PHILLIPS. «Efficiency of Bankrupt Firms and Industry Conditions: Theory and Evidence», 1996, p. 9 (manuscrito inédito en *file* del autor) (citas recopiladas).

⁵⁶ Ver, por ejemplo, ACKERMAN, Susan Rose. «Risk Taking and Ruin: Bankruptcy and Investment Choice». *Journal of Legal Studies*, No. 20, 1991, pp. 277, 309-10.

⁵⁷ Ver, por ejemplo, BEBCHUCK, Lucian y Howard, CHANG. «Bargaining and the Division of Value in Corporate Reorganization». *J.L. Econ y Org.*, No. 8, 1992, pp. 253, 255-56.

⁵⁸ Ver, por ejemplo, *Ibid.* p.273.

⁵⁹ Contrastar RASSMUSSEN, Robert. «The Ex ante Effects Reform of Investment Incentives». *Wash. U.L.Q.*, No. 72, 1994, p. 1159 que señala cómo las varias alternativas al procedimiento concursal afectan a la empresa antes de su insolvencia. Trabajos relacionados incluyen discusiones sobre cómo violaciones a la prioridad absoluta inducidas por la insolvencia afectan a la empresa *ex ante*. Ver ADLER, Barry. «Bankruptcy and Risk Allocation». *Cornell L. Rev.*, No. 77, 1992 p. 439; FRANKS, Julian y Walter TOROUS. «An Empirical Investigation of U.S Firms in Reorganization». *J. Fin.*, No. 44, , 1989, p. 747. GERTNER y SCHARFSTEIN, Nota 51; JACKSON, Thomas y Robert SCOTT. «On the Nature of Bankruptcy: An Essay on Bankruptcy Sharing and the Creditors Bargain». *Va. L.Rev.*, No. 75, 1989, p. 155; SCHWARTZ, Alan. «The Absolute Priority Rule and the Firms Investment Policy». *Wash. U.L.Q.*, No. 72, 1994, p. 1213.

⁶⁰ Ver 11 U.S.C 1121 (c)(3) (1994). Esto asume que el plan es propuesto dentro de los primeros 129 días. Ver *Ibid.* 1121 (c)(2).

⁶¹ Esto constituye aceptación por una clase. Ver *Ibid.* 1126 (c).

⁶² Ver *Ibid.* 1129 (a) (7). «Piecemeal» es una interpretación aceptada en el lenguaje estatuario.

⁶³ Ver *Ibid.* 1124, 1129 (a)(10), (b) (2).

⁶⁴ Ver *Ibid.* 1129 (b)(2).

⁶⁵ 17 B.R. 367 (Bankr. S.D.Cal.1982).

⁶⁶ Ver *Ibid.* p. 373; ver también *In Re Sound Radio, Inc.*, 93 B.R. 849, 855 (Bankr. D.N.J.1998).

y esparcida de que las cortes tienden a sobrevaluar los negocios que se van a reestructurar bajo el *Chapter 11*⁶⁸. Si la liquidación es la alternativa, tal sobrevaluación sirve a los intereses de los administradores, quienes desean mantener sus trabajos tanto como les sea posible⁶⁹, y a los de los inversionistas concursales, quienes temen que una valuación de mercado de una venta de activos revelaría que el capital no tiene derecho a ninguna acción en la empresa insolvente⁷⁰. Entonces, con la cooperación de algunos acreedores y la corte, los administradores o el capital pueden usar la reestructuración para continuar una empresa inviable a costa de los acreedores disidentes.

Resulta atractivo concentrarse en la inclinación por la continuación que tiene el *Chapter 11*, tal como acabo de hacer. Pero al evaluar las alternativas al procedimiento concursal, sería aún más revelador concentrarse en las salvaguardas del *Chapter 11* contra tal inclinación. Como hemos mencionado, una corte puede permitir que una empresa continúe sólo si está convencida de que la liquidación no sería mejor para un acreedor disidente. La historia legislativa del Código Concursal sugiere que el Congreso estaba preocupado por los posibles perjuicios causados por una coalición entre los administradores de una empresa insolvente y un grupo de sus acreedores. Los que hicieron el borrador del Código observaron que debido a que los administradores de la empresa tienen una tendencia natural a satisfacer a los grandes acreedores... en desmedro de pequeños y dispersos inversionistas públicos... (Estos inversionistas deberían) tener la certeza legislativa de que sus intereses

van a ser protegidos⁷¹. Como acaba de mencionarse, tal protección es imperfecta. Pero, existe.

Un defecto en la distribución de derechos y las propuestas de distribución de derechos modificadas de Bebchuck y Aghion- Hart- Moore, respectivamente, y en mi propuesta de Capital Camaleónico o en la propuesta contractual de Schwartz, es que cada una prescinde de la protección judicial, lo cual es valioso, a pesar de tener fallas. La propuesta de subasta parcial de Roe es similarmente defectuosa si bajo la misma el trabajo de la corte estuviese terminado una vez que los nuevos intereses y acreencias fueran intercambiados por los antiguos⁷². Cada una de estas propuestas está diseñada para facilitar una adecuada determinación de prioridades verticales mientras que protege el posible exceso del valor de una empresa en marcha sobre del valor de liquidación. Se trata de forma insuficiente la decisión de continuación de los acreedores residuales de la empresa *post* insolvencia debidamente instalados. Una nueva clase de intereses residuales puede ser tenida en cuenta para tomar una decisión eficiente. Pero, si una coalición entre los administradores y una porción de nuevos intereses residuales determina la continuación de una empresa inviable, el interés residual remanente podría ser forzado a votar para internalizar los costos de una continuación ineficiente.

Imagine, por ejemplo, que los administradores de una empresa con acreedores múltiples, o sus posibles reemplazos⁷³, y sus mayores acreedores, o compradores de estos acreedores, acuerdan continuar la empresa a pesar de que cada uno sabe que la empresa

⁶⁷ En la infame insolvencia de Eastern Airlines, el juez de manera optimista, algunos dirían tontamente, creyó en que era una empresa en marcha salvable hasta que sus activos fueron reducidos casi totalmente. Ver WEISS, Lawrence y Karen, RUCK. «Information Problems, Conflicts of Interest and Asset Stripping: Chapter 11 Failure in the case of Eastern Airlines», 5, 15, 25-29 (INSEAD Working Paper N° 96/48/AC, 1996).

⁶⁸ Ver, por ejemplo BLUM, Walter. «The Law and Language of Corporate Reorganizations». U. Chi. L. Rev., No. 17, 1950, p. 565; TROST, Ronald. «Corporate Bankruptcy Reorganizations: For the Benefit of Creditors or Stock holders?». UCLA Law Review, No. 21, 1973, p. 540.

⁶⁹ El reemplazo de la alta administración es elevado para las empresas en un procedimiento concursal. Ver por ejemplo, GILSON, Stuart y Michael VETSUYPENS, «CEO Compensation in Financially Distressed Firms», J. Fin. No. 48, 1993, pp. 425, 441 (calculando la tasa anual del CEO de 30.7% en muestras de empresas que solicitan un procedimiento concursal o que se encontraban reestructurando sus deudas entre 1981 y 1987, en comparación con una tasa de menos de 10% para empresas solventes); GILSON, Stuart. «Management Turnover and Financial Distress», J. Fin. Econ., No. 25, pp. 1989, 241, 246-47 (informando que la administración más alta de una empresa dos años antes de la depresión financiera se mantiene sin cambios, dos años después de la depresión sólo cerca del 34% de las veces, sólo el 29% de las veces cuando la depresión termina en un procedimiento concursal). Otros cálculos de este reemplazo son aún más altos. Pero si el valor más alto de una empresa es alcanzado en una liquidación, un resultado eficiente ciertamente les costaría a los administradores sus trabajos.

⁷⁰ ALDERSON, Michael y Brian BETKER informan que la continuación es usualmente la decisión correcta para la empresa que se reorganiza con el *Chapter 11*. Ver Alderson, Michael y Brian BETKER, «Liquidation vs. Continuation: Did reorganized firms do the Right Thing?» 1, 1996 (manuscrito inédito, en *file* del autor). Sin embargo, sus resultados son limitados, a lo mejor, en que los valores que ellos usan para comparar se encuentran basados en reportes sobre el *Chapter 11* como plan mismo. Ver id. 8. Para una descripción de los pagos para acreencias o intereses *junior* del *Chapter 11*, ver, por ejemplo, BETCKER, Brian. «Management's Incentives, Equity's Bargaining Power, and Deviations from Absolute Priority in Chapter 11 Bankruptcies», J. Bus., No. 68, 1995, p. 161 (recopilando estudios).

⁷¹ S. Rep. N° 95-989, 10 (1978), reimpresso en 1978 U.S.C.A.N 5787, 5796.

⁷² No queda claro si Bebchuck permitiría a un juez liquidar una empresa basado en una objeción minoritaria.

⁷³ Aghion, Hart y Moore sostienen que el reemplazo de administradores respectivos eliminaría cualquier inclinación por la continuación. Ver AGHION y otros. «Economics», Nota 21. Pero como sugiere la experiencia de Eastern Airlines, los administradores reemplazantes pueden estar tan ansiosos como sus predecesores para continuar una empresa inviable. Ver, generalmente WEISS y WRUCK, nota 67.

tiene un mayor valor en liquidación que como empresa en marcha⁷⁴. Estos administradores pueden desear una remuneración extra compensatoria por sus servicios de gerencia. Estos acreedores en coalición, o los compradores de estos acreedores, pueden valorar relaciones permanentes o nuevas con la empresa, relaciones que pueden incluir pagos extra competitivos a cambio del apoyo de los acreedores al plan de los administradores para continuar. Tal como Bernard Black explica en el debate sobre propiedad de acciones institucionales: «Los bancos, aseguradoras, y fondos mutuos pueden usar su influencia para obtener negocios, los fondos de pensiones públicos pueden intercambiar votos por empleos locales, y las fundaciones pueden intercambiar votos por apoyo financiero»⁷⁵. De manera más simple, una empresa puede ser propietaria de algo, pero no de todo el nuevo capital en la empresa insolvente con la cual puede competir o participar en negocios relacionados. Cualquier retribución irregular explícita o implícita sería, en teoría, una violación al deber fiduciario, por el cual los inversionistas perjudicados podrían buscar una reparación. Pero el proceso legal es imperfecto. En este sentido, si una empresa inviable continuara la colisión podría obtener beneficios privados de la empresa a expensas de los acreedores no coalicionados⁷⁶. Este

problema sería más pronunciado si los acreedores no coalicionados sostuvieran intereses demasiado pequeños como para hacer negociaciones factibles con miembros de la coalición que pudiera resultar en un rompimiento de la misma⁷⁷.

Si las acreencias o intereses no coalicionados no compusieran la mayoría de los nuevos intereses residuales *post* insolvencia, los inversionistas no coalicionados no podrían, a través de sus propios votos informados o a través de la venta a inversionistas informados, bloquear una decisión de continuar que tendría que ser tomada por el voto mayoritario de tales intereses. Aun si las acreencias no coalicionadas inicialmente compusieran una mayoría de intereses residuales, un bloque de una coalición substancial tendría una ventaja por sobre bloques pequeños pro liquidación en la competencia por adquirir un interés controlador⁷⁸.

La liquidación final podría, en cualquier caso, constituir una victoria vacía para inversionistas iniciales. En un escenario de competencia por participaciones residuales en un mercado abierto algunos inversionistas previos a la insolvencia racionalmente ignorantes con intereses demasiado pequeños como para justificar

⁷⁴ Virtualmente todos los estudios sobre la insolvencia asumen que las empresas grandes tienen varios prestamistas. Tal como ilustra Douglas Diamond, esto no es inevitable teóricamente. Ver DIAMOND, Nota 54, (describiendo circunstancias bajo las cuales la deuda de bancos es preferida a la deuda pública). Aun una empresa grande podría pedir préstamos a una sola institución, que podría en cambio tener inversionistas diversificados. Es plausible, pesar de todo, asumir que muchas empresas grandes van a tener eficientemente múltiples fuentes de deuda, tal vez porque un solo prestamista institucional tendría grandes gastos administrativos, ver id. 30, o porque un prestamista singular o sus administradores, como un gran accionista o sus administradores, podrían ejercer una influencia poderosa sobre un deudor lo cual no le convendría al deudor, ver generalmente BLACK, Bernard. «Agents Watching Agents: The Institutional Money Managers». Cfr. ROE, Mark. «Strong Managers, Weak Owners: The Political Roots of American Corporate Finance», 1994, pp. 260-62 (argumentando que la presencia de múltiples partes con poder puede reducir las retribuciones irregulares a cualquiera de esas partes); BOLTON, Patrick y David, SCHARSTEIN. «Optimal Debt Structure and the Number of Creditors». J. Pol. Econ., No. 104, 1996, p. 1 (argumentando que la existencia de acreedores múltiples puede minimizar la falla estratégica en la administración).

⁷⁵ BLACK, Nota 74, en 855. Black concluye que una empresa sabiamente arriesga estas potenciales retribuciones irregulares si la alternativa es una administración con una discreción irrestricta para operar la empresa como ésta desee. Esta conclusión es inoponible donde la alternativa es la liquidación. Más aún si una empresa inviable continúa, las retribuciones irregulares a los administradores pueden ser sutiles ya que dichos pagos pueden hacerse a través del medio ordinario del salario de la empresa. Contrastar la descripción, ver nota 33, entre retribuciones irregulares difíciles hechas a favor de la administración de una empresa por parte de un inversionista con quien la administración no tiene ninguna relación legítima.

⁷⁶ Para una descripción general de conflictos de intereses entre accionistas con voto, ver BLACK, Bernard. «Shareholder Passivity Reexamined». Mich. Law Review, No. 89, 1990, p. 520; GROSSMAN, Stanford y Oliver HART. «One Share- One Vote and the Market for Corporate Control». J. Fin. Econ., No. 20, 1988, p. 175.

⁷⁷ Uno puede argumentar que el problema de coalición entre intereses residuales *post* insolvencia en un régimen basado en el voto sería mitigado en los Estados Unidos por la regulación norteamericana de intermediarios financieros. Mark Roe ha explicado que la historia del escepticismo social y regulatorio americano hacia las grandes instituciones financieras han fragmentado bancos y limitado los intereses de los propietarios por los bancos, compañías de seguros, fondos mutuos y fondos de pensiones. Ver ROE, Nota 74. Puede ser el caso, entonces, que una coalición poderosa no pueda formarse fácilmente. Sin embargo, aún si esto fuere así, tal como argumenta Roe persuasivamente, los impedimentos para propiedad concentrada en intermediarios podrían prevenir el monitoreo intermediario efectivo, beneficios de los cuales pueden resultar costos de colusión incrementada entre inversionistas y administradores. Ver id. En 235-53; ver también la discusión Nota 375. No está claro, más aún, que las restricciones en el bloque de propiedad institucional reduzcan en lugar de incrementar el riesgo de una coalición de control administradores e inversionistas. La competencia entre múltiples tenedores de bloques puede prevenir la formación estable de tal coalición. Ver id. En 260-62; STEARNS, Maxwell. «The Misguided Renaissance of Social Choice», Yale Law Journal, No. 103, 1994, pp. 1219, 1239 n 75. Entonces, puede ser que un primer mejor sistema de insolvencia deba anticipar a los grandes tenedores de bloques.

⁷⁸ Cfr. BULOW, Jeremy y otros, «Toeholds and Take overs», 1996 (manuscrito inédito en file con del autor) (describiendo los *toeholds* que el postor ganador debe comprar).

una investigación para emitir un voto informado⁷⁹, podrían vender sus intereses a un precio que no reflejara el valor de liquidación de la empresa, aún si las fuerzas pro liquidación finalmente ganarán. Si una coalición pro liquidación tomara inicialmente el control, incluso los inversionistas conocidamente no coalicionados podrían perder, a pesar de una eventual liquidación. Para estar seguros, los tenedores de intereses no coalicionados podrían venderle a un tenedor o comprador de acreencias coalicionadas. Tal tenedor o comprador tendría un incentivo para liquidar una empresa inviable si tuviera todas las acreencias e internalizara todos los costos de una continuación ineficiente. Pero si el tenedor o el comprador tuviera que sacrificar, o pagarles a los miembros de la coalición para que se sacrifiquen, los beneficios privados que de otro modo los miembros de la coalición obtendrían de la empresa, el tenedor o comprador pagaría tanto menos por las acreencias no coalicionadas⁸⁰. Este precio de venta diferencial podría ser una transferencia desde, no entre, los inversionistas iniciales, ya que los miembros de la coalición pueden haber adquirido sus intereses iniciales de inversionistas ignorantes o de inversionistas que no podían obtener un beneficio privado y que, entonces no podían exigir un precio por tal beneficio. La anticipación de tales pérdidas de ventas podría resultar en un desincentivo para la inversión inicial previa a la insolvencia⁸¹. Podrían darse otros costos de venta, como ha sido descrito en la Parte II anterior, incluyendo los costos de investigación. Entonces, a pesar de un resultado apropiado, los costos de armar una coalición pro liquidación sería un gasto para un régimen basado en el voto.

Los inversionistas iniciales pueden intentar reducir la inclinación por la continuación prohibiendo las transacciones entre una empresa reestructurada bajo un régimen basado en el voto y cualquiera de los nuevos propietarios residuales de la empresa. Para evitar una competencia desfavorable entre la empresa y los accionistas, tal regla de no-transacción podría tam-

bién prohibir una participación significativa en una empresa. Esta aproximación, que haría las cosas más difíciles para que la administración consiga compañeros para una coalición pro continuación, podría resultar costosa para una empresa que resulta ser viable. La información que un accionista, particularmente un gran accionista, pueda recolectar como supervisor, puede hacer de él una fuente ideal de recursos para la empresa. Tal como explica Mark Roe, por ejemplo, si fuese permitido, un prestamista podría «comprar acciones de sus deudores para ayudar a proteger sus deudas y proveer una canal secundario de información para apoyar sus préstamos»⁸². Una regla de no-transacción podría sacrificar la eficiencia de un arreglo como tal.

En lugar de apoyarse en una regla de no-transacción en un régimen basado en el voto, los inversionistas iniciales podrían intentar alterar los términos del voto mismo. Una regla que sólo permitiera la continuación con la aprobación de una amplia mayoría de los intereses residuales de una empresa reestructurada, aminoraría el riesgo de que una coalición de la administración controladora continuara de manera ineficiente con la empresa y así transferir valor de intereses no controladores. Una regla que requiera una súper mayoría para la continuación de una empresa reduciría el tamaño de los intereses disidentes de los cuales la coalición de administración podría extraer valor. Entonces, una regla de votación que consista en una super mayoría podría corregir la inclinación por la continuación⁸³. Pero habría consecuencias adicionales. Una regla como ésta no podría discriminar entre liquidaciones eficientes e ineficientes. El competidor de una empresa viable, por ejemplo, podría tener o adquirir un interés en la empresa y bloquear, o amenazar con bloquear, una continuación para obtener un beneficio privado de la liquidación de la empresa⁸⁴. Aun si el beneficio obtenido resultara no ser más que una transferencia entre acreedores similarmente ubicados- y por tanto no pudiera, como transferencia, crear un desincentivo

⁷⁹ Para una descripción de la apatía del inversionista racional, ver MANNE, Henry. «Some Theoretical Aspects of Share Voting: An Essay in Honor of Agolf A. Berle». *Columbia Law Review*, No. 64, 1964, pp. 1427, 1439-44 (explicando aquel elemento crítico en decidir si ejercitar los derechos de voto involucra costos y confiabilidad de la información).

⁸⁰ Para discusión sobre un punto relacionado, ver nota 86 y el texto que la acompaña.

⁸¹ Ver GROSSMAN y HART, Nota 44, en 56.

⁸² ROE, Nota 74. La ley norteamericana no permite, en un régimen de regulación de capital eficiente, que los bancos retengan intereses substanciales del capital. Ver discusión en la Nota 77.

⁸³ David Skeel ha especulado que la dispersión de acreedores ha llevado al Congreso a adoptar la regla concursal de super mayoría (por cantidad de acreencias por aceptación de clase de un plan), discutida en la Nota 63 y el texto que la acompaña. Ver SKEEL, David Jr. «The Nature and Effect of Corporate Voting in Chapter 11 Reorganizations Cases». *Va. L. Rev.*, No. 78, 1992, pp. 461, 489. Skeel no resalta la inclinación de la coalición o de la administración en favor de la continuación y rechaza una regla de super mayoría por estar «mal dirigida». Ver *id.* Cfr. BOLTON y SHARSFTEIN, Nota 74, en 17-19 (describiendo la relación entre reglas de voto y retribuciones a acreedores).

⁸⁴ Cfr. Por ejemplo SKEEL, Nota 83 (notando que un accionista minoritario puede usar su poder de veto «como un arma diseñada para obtener concesiones»).

para la inversión inicial- esta transferencia sería ganada sólo a través de un comportamiento estratégico costoso. Si todo lo demás permanece igual, los costos de una liquidación ineficiente bajo una regla de súper mayoría no serían mayores que los de una liquidación ineficiente proveniente de una regla de mayoría, porque no se esperaría que los administradores coordinen la terminación ineficiente de su empresa. Aun así, el riesgo de una liquidación ineficiente, o los costos de un comportamiento estratégico para evadirlo, existirían. Por tanto, como respuesta a la inclinación por la continuación, una regla de súper mayoría crearía costos adicionales.

En caso no exista intervención judicial, si una regla de insolvencia estableciera el voto de los de la clase residual post concursal inherente a la propuesta de reforma de Bebchuck, AHM, Schwartz, y tal vez la de Roe, así como mi propuesta de Capital Camaleónico- la regla tendría como resultado decisiones de continuación incorrectas o, como precio por evadir decisiones ineficientes, un sacrificio ineficiente de los inversionistas iniciales. Una mejor regla puede proveer los beneficios de una decisión de continuación eficiente a los inversionistas iniciales. Ciertamente, en ausencia de tal mejor regla, la inclinación por la continuación podría comprometer los beneficios de disciplina que hacen eficientes a las obligaciones fijas en primera instancia.

A diferencia de alternativas basadas en el voto, la propuesta para subasta al contado, desarrollada por Douglas Baird, podría permitir a los inversionistas iniciales beneficiarse de las decisiones de continuación eficientes, al menos en donde haya múltiples postores en competencia por una empresa⁸⁵. Una regla de subasta no sufre la falta de firmeza de aquellas propuestas que someten la decisión de continuación al voto. Debido a que el postor ganador que desee continuar con una empresa insolvente sería forzado a comprar todos los intereses en una empresa, así internalizaría cualquier costo neto de continuación o liquidación. Hay, por tanto, pocas posibilidades de que una regla de subasta pueda producir sistemáticamente decisiones de continuación ineficiente.

Este argumento sobre los beneficios potenciales de una regla de subasta puede ser visto como una parte

de un cuerpo general de escritos sobre beneficios privados. Cuando una entidad con el control de una empresa ofrece vender sus intereses, la entidad exige una compensación para cualquier beneficio privado al que renunciaría con el control. Si la entidad de control fuera forzada a compartir el valor de su beneficio privado, ésta simplemente se quedaría en el control. Esta prerrogativa ha llevado a muchos estudiosos a observar que una regla que obligue a compartir en partes iguales las primas de control empresarial desincentivaría algunas transferencias eficientes⁸⁶. Sin embargo, si hubiera una venta forzada de todos los intereses en una empresa, una regla como la descrita no evitaría una venta eficiente del interés controlador. Una regla concursal de subasta puede ser pensada, entonces, como medida para impulsar la venta del interés controlador de la empresa a un único comprador de todos los otros intereses de tal modo que un tratamiento igualitario a los inversionistas iniciales similarmente situados no evite una transferencia eficiente.

Por tanto, una vez que uno calcula los costos de la inclinación por la continuación o su erradicación, puede ser que una regla de subasta o alguna forma del *Chapter 11* sea, después de todo, el régimen concursal más eficiente a pesar de las ventajas de un régimen basado en el voto en un mundo sin inclinación por la continuación. La primera sería más eficiente que éste último si los costos de una subasta fuesen menores que los costos de la reestructuración supervisada judicialmente.

III. UNA TEORÍA INTEGRADA

De acuerdo con la mayor parte de lo escrito sobre el tema, la discusión, hasta ahora, ha tratado la pregunta sobre la viabilidad de una empresa insolvente como si fuese un acertijo que debe ser resuelto por el proceso concursal. Esto no debe ser así. Los inversionistas pueden diseñar una estructura de capital de tal manera que en la insolvencia, establecida por un incumplimiento no satisfecho, provea buena información sobre las posibilidades económicas de la empresa. El incumplimiento con obligaciones fijas no tiene por qué sugerir el fracaso económico de una empresa. Y uno podría imaginarse que los inversionistas preferirían una reestructuración automática, tal como la proveída por el Capital

⁸⁵ Ver el texto *supra* que acompaña la nota 10.

⁸⁶ Para una descripción estricta de este argumento, ver EASTERBROOK, Frank y FISCHER, Daniel. «The Economic Structure of Corporate Law», 1991, pp. 117-19. Para cuentas similares o relacionadas ver también, por ejemplo, BEBCHUCK, Lucian. «Efficient and Inefficient Sales of Corporate Control». Q.J. Econ, No. 109, 1994, p. 957; KAHAN, Marcel. «Sales of Corporate Control». J.L. Econ y Org. 9, 1993, p. 368. Pero Cfr. ANDREWS, William. «The Stockholders Right to Equal Opportunity in the Sale of Shares». Harvard Law Review, No. 78, 1965, p 505 (reconociendo pero descartando la posibilidad de compras preventivas bajo una regla que obligue a compartir en partes iguales).

Camaleónico, si una empresa posiblemente fuera viable a pesar de que esta haya incumplido con sus obligaciones fijas. Esto podría ser cierto, más aún, a pesar de la inclinación por la continuación inherente al régimen de voto de mayoría, porque el costo de proteger un negocio viable con una subasta o el *Chapter 11* podría ser un precio demasiado alto a pagar por la eliminación de esta inclinación. Sin embargo, si el fracaso para satisfacer un conjunto de obligaciones fijas probablemente ocurra sólo cuando la empresa fuese posiblemente inviable - porque la estructura del capital inicial de la empresa aisló estas obligaciones de los *shocks* económicos más exógenos- los inversionistas pueden preferir que el incumplimiento lleve a una subasta, una prohibición sobre transacciones entre la empresa y sus inversionistas, un voto de super mayoría en favor de la continuación, o a algo más provocador, una carrera entre los acreedores para obtener los activos de la empresa.

Para ilustrar esta idea, imagine que un empresario pretende financiar un proyecto con \$100 de capital externo. Asuma, para simplificar el caso, que la carga tributaria no afecta la opción entre deuda y capital. Si la continuación no fuese un tema y la valuación fuese gratuita, el empresario podría obtener los \$100 en cualquier mezcla de deuda y capital que mejor balanceara las características en competencia de la deuda: una iniciativa mejorada de la administración y un incentivo mejorado para el capital, como el interés residual, para hacer que la empresa asuma aún riesgos injustificados⁸⁷. No habría razón para considerar asuntos de la insolvencia. Sin embargo, la continuación es un tema relevante, y el valor puede no ser fácilmente discernible. En consecuencia, el empresario puede ser hábil para atraer inversión hacia una estructura de capital sujeta a un régimen de insolvencia basado en predicciones futuras.

Asuma que el empresario cree que la empresa estará mejor manejada si se le sujeta a la disciplina de

obligaciones fijas pesadas⁸⁸. Asuma aún más, que dado el alto nivel de obligaciones fijas, el empresario cree que la empresa puede funcionar aceptablemente⁸⁹ pero sufrirá circunstancias desafortunadas que reducirán el valor de la empresa por debajo de sus obligaciones fijas y consecuentemente, inhabilitarán a la empresa para satisfacer esas obligaciones⁹⁰. Después de considerar estos factores, el empresario puede financiar la empresa con \$80 en capital preferente y \$20 en capital común, permitiendo que la empresa pase automáticamente de capital común a capital preferente si se da una reducción en el valor de la empresa de \$100 a menos de \$80 que inhabilite a la empresa para satisfacer sus obligaciones fijas. El empresario podría escoger \$80 de acciones preferentes en vez de \$80 en deudas -escoge en esencia, un Capital Camaleónico- porque la consecuencia de las deudas podría ser una reestructuración bajo el *Chapter 11* o alguna forma de venta, que el empresario, razonablemente cree, haría que empresa cargue con costos de continuación innecesarios.

Sin embargo, la búsqueda de la continuación puede no ser el único objetivo. El empresario puede creer que una reducción en el valor de la empresa de \$100 a \$50 permite la presunción de la viabilidad de la empresa. Pero éste puede creer también que si la empresa no es capaz de satisfacer siquiera \$50 de obligaciones fijas será una candidata para una liquidación eficiente. Eventos ajenos a la viabilidad de una empresa pueden causar alguna variación en el valor de la empresa, y su consecuente habilidad para cumplir con sus obligaciones. Sin embargo, un infortunio grande e inesperado, puede reflejar no sólo una variación ordinaria, sino también un cambio fundamental en las expectativas iniciales en los prospectos de la empresa, los cuales dependen de la configuración de los activos de la misma. Esto significa que, como Michael Jensen ha concluido implícitamente, las catástrofes exógenas pueden ser raras en comparación con los desastres

⁸⁷ Para un trabajo formal sobre la minimización de conflictos entre los costos de agencia y los costos de deuda y capital, ver JENSEN, Michael y William MECKLING, «Theory of the Firm; Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure», *Fin. Econ.*, No. 3, 1976, p. 305. Pero ver KURSTEN, Wolfgang. «Risky Debt, Managerial Ownership and Capital Structure: New Fundamental Doubts on the Classical Agency Approach», *J.I.T.E* 151, 1995, p. 526 (retando a Jensen y a Meckling). Para un análisis sofisticado reciente sobre el rol de la deuda, ver HART, Oliver y John MOORE. «Default and Renegotiation: A Dynamic Model of Debt», 1997 (manuscrito inédito en *file* del autor).

⁸⁸ Esta presunción se hace solamente para conservar la simplicidad. De hecho, en el nivel de las obligaciones fijas dependería en parte de los costos de dichas obligaciones. Tal como ha sido descrito en el texto, aquellos costos en cambio, dependen de la mezcla por tipos entre obligaciones fijas. Es difícil, sin embargo, examinar una sola figura en un equilibrio multifacético si todas las figuras varían simultáneamente.

⁸⁹ Una empresa funciona «aceptablemente» si su valor como negocio en marcha excede su valor en liquidación. La comparación de estos valores puede variar de empresa a empresa dependiendo de la naturaleza de los activos empleados. Ver WILLIAMSON, Oliver. «The Economic Institutions of Capitalism», 1985, pp. 52-56 (discutiendo la especificidad de los activos).

⁹⁰ Asuma, para mantener la simplicidad, que la insolvencia, no la mera falta de liquidez, puede resultar en una falta de pago que llevará al régimen concursal aplicable. Ver Nota 33; ver también Nota 34, para la sugerencia de un modelo más sofisticado.

⁹¹ Ver, JENSEN, Michael. «Corporate Control and the Politics of Finance», *J. Applied Corp. Fin.*, No. 4, 1991, pp. 13, 24; Cfr. BOWERS, James. «Rehabilitation, Redistribution or Dissipation: The evidence for Choosing Among Bankruptcy Hypotheses», *Wash. U.L.Q.*, No. 72, 1994, pp. 955, 969 (interpretando datos de Bradley y Rozenweig sobre un mal desempeño de empresas); BRADLEY y ROZENWEIG. «Untenable Case», Nota 32. (describiendo mal desempeño de empresas en los años precedentes a la insolvencia).

endógenos⁹¹. Éste parece ser particularmente el caso si uno piensa que la fortuna de una empresa se pierde o gana en pequeñas etapas. Una serie consistente de pasos equivocados no es usualmente resultado de la mala suerte. En el contexto de este ejemplo, si la empresa se deteriora de tal manera que no puede pagar \$50 de sus obligaciones, la causa puede ser que, vistos *ex post*, los proyectos de la empresa sean malas ideas, y estén mal ejecutados. Aún así, tal como se ha explicado en la Parte II, si los intereses residuales sobre el valor de una empresa son intereses de capital sujetos a reglas ordinarias en el momento en que la empresa vale menos de \$50, y es presumiblemente inviable, una coalición entre los administradores y algunos tenedores de capital podría hacer que la empresa continúe ineficientemente. Las reglas que son adecuadamente diseñadas para facilitar la continuación cuando ésta es aparentemente eficiente, podrían dar como resultado una continuación ineficiente cuando la liquidación es aparentemente el mejor resultado. Entonces, el empresario puede decidir modificar adicionalmente la estructura de capital de la empresa y, al menos implícitamente, su régimen de insolvencia.

El empresario puede decidir introducir deudas sujetas a reglas de insolvencia que favorecen la liquidación si la empresa se convierte en insolvente (ahora definida tradicionalmente como valor de activos menor que la deuda). La empresa puede tener \$50 en deudas, \$30 en capital preferente, y \$20 en capital común. En cuanto al régimen de insolvencia, sería fácil deshacerse del *Chapter 11* o de cualquier sistema que favorezca la continuación debido al riesgo de no decidirse por una liquidación eficiente. Como hipótesis, si ésta es insolvente, los activos de una empresa posiblemente valgan más en manos de otro. Cualquier impedimento para una distribución alternativa posiblemente desperdiciaría recursos. Esto deja las posibilidades de una subasta inmediata *post* insolvencia, una regla basada en el voto que restrinja la propiedad del capital *post* insolvencia, una regla que no proteja a la empresa de la cobranza por parte de los acreedores sin el voto de una super mayoría de acreedores, y una regla

que no proteja a la empresa del cobro individual de los acreedores bajo ninguna circunstancia⁹².

Sería posible diseñar una subasta que ofrezca alguna posibilidad de protección para una empresa insolvente pero viable, y que al mismo tiempo, permitiera el rápido desmembramiento. Douglas Baird ha argumentado que una subasta por insolvencia podría ocurrir rápidamente, aun antes de que los postores potenciales de una empresa en marcha tuvieran la oportunidad de investigar el valor de la empresa⁹³. Baird cree incluso que un depositario con aversión al riesgo, como alguien que participa en más de una subasta o es financiado por inversionistas diversificados, podría comprar una empresa sin tener información completa y luego venderla como una empresa en marcha o en partes después de que los últimos compradores tuvieran la oportunidad de obtener mejor información⁹⁴. El depositario o sus inversionistas podrían, a veces, perder y, otras veces, recibir un monto de dinero que no esperaban. Una subasta rápida podría ser empleada aun donde, como en el ejemplo, una empresa parece ser inviable porque es insolvente. Habría una muy pequeña posibilidad de que cualquiera, en algún momento, ofreciera más por una empresa como un negocio en marcha de lo que ofrecerían los postores que compiten en el agregado por los activos de la empresa en una repartición. Pero la oportunidad de que alguien pueda finalmente comprar la empresa como negocio en marcha tendría algún valor.

Sin embargo, vale la pena notar que si fuera altamente probable que la empresa subastada sea inviable, el comprador rápido, que Baird avizora, no basaría sustancialmente su ofrecimiento en cualquier posible excedente del valor de una empresa en marcha sobre su valor de liquidación, aún si el postor reconociera la posibilidad de tal excedente. Si la empresa fuese probablemente inviable, podría haber un gran costo neto esperado, en mantener los activos unidos hasta que haya pasado suficiente tiempo para comparar las ofertas adecuadas de usuarios finales sobre la empresa

⁹² La última no es la única propuesta que permitiría una acción de cobranza individual. James Bowers ha argumentado que el permitir tal forma de cobranza no sería tan dañino como lo suponen los defensores del procedimiento concursal. Él argumenta que los administradores pagarían a los acreedores primero con los activos que la empresa pueda sacrificar con el menor sufrimiento. Ver BOWERS, James. «Coping and Coping in the Shadow of Murphy's Law: Bankruptcy Theory and the Elementary Economics of Failure». Mich. Law Review, No. 88, 1990, p. 2097, 2115-41; BOWERS, James. «Wither What Hits the Fan?: Murphy's Law, Bankruptcy Theory, and the Elementary Economics of Loss Distribution». GA. Law Review, No. 26, 1991, pp. 27, 62-64. Él también argumenta que la reorganización concursal no ha sido exitosa. Ver BOWERS, Nota 91, en 968-70. Bowers no permite para la protección de la empresa cuando la insolvencia empeora sólo las obligaciones *junior* fijas, una circunstancia en la que, como yo argumento aquí, tal protección sería apropiada.

⁹³ Ver BAIRD, Douglas. «Revisiting Auctions», Nota 10. Pero note que Baird reconoce los costos de una subasta que no son discutidos aquí y recalca la posibilidad de que una subasta puede no darse rápidamente si fuera opcional al momento de la insolvencia. Ver *Ibid*.

⁹⁴ Yo asumo aquí, por el bienestar del argumento, que las ofertas sobre piezas individuales de garantía podrían establecer satisfactoriamente el monto de prioridades de acreedores garantizados. Para una descripción del problema que surge cuando esto no sucede, ver ADLER, Nota 27.

como un negocio en marcha, con las ofertas respectivas sobre los activos divididos pieza por pieza. Esto es, la mejor oportunidad para continuar de manera eficiente con una empresa probablemente inviable, podría ser que un vendedor promueva e invite a la realización de una investigación por postores potenciales que podrían establecer un valor único sobre la empresa⁹⁵. Sin embargo, los costos resultantes de la búsqueda y de la investigación, incluyendo los costos esperados de una continuación ineficiente durante el retraso, pueden no encontrarse justificados dada la alternativa de vender rápidamente unidades de activos más pequeñas, que están más cerca de ser fungibles, y sobre las cuales los compradores potenciales pueden tener buena información.

Si una regla de subasta es óptima, entonces, puede que no sea debido a que una subasta es generalmente una buena manera de preservar una empresa en marcha viable. Puede ser que una regla de subasta sea óptima debido a que una vez que la empresa es, desde una perspectiva *ex ante*, una probable candidata para una liquidación, debería darse una venta de sus activos, ya sea a través de una subasta central, o a través de la cobranza individual por parte de los acreedores. Entonces, dada la presunción de inviabilidad, los costos de venta serían inevitablemente soportados, pero tal vez esto sea así sólo cuando tal presunción se dé.

Del mismo modo, una regla que permite la continuación por voto de mayoría, pero que prohíbe las transacciones entre la empresa y los nuevos inversionistas de capital, o una regla que permite la continuación sólo con un voto de super mayoría por parte de tales inversionistas, ofrecería alguna protección contra la inclinación por la continuación, pero sería eficiente solamente cuando una empresa fuese probablemente inviable. Si una empresa no pudiera llegar a una transacción con sus inversionistas de capital, sería difícil para la administración el formar una coalición pro continuación, mientras que la oportunidad de que existan retribuciones irregulares sutiles se reduciría. A pesar de que estas restricciones puedan resultar apropiadas para una empresa probablemente inviable, podrían, si son ejecutables, privar ineficientemente a una empresa de relaciones de negocios potencialmente valiosas⁹⁶. En lugar de restringir las transacciones de la empresa en la etapa

posterior a la insolvencia, una empresa podría condicionar la continuación *post* insolvencia a un voto de super mayoría, lo cual dejaría pocos inversionistas de quienes una coalición pro continuación podría sacar ventaja. Esta regla puede ser sensible para una empresa que es probablemente inviable, pero podría crearle problemas a una empresa viable con un costoso encuentro estratégico entre inversionistas⁹⁷. Entonces, ninguna de las reglas es aparentemente óptima para todos los escenarios, y podrían ser óptimas sólo después de que la empresa haya sufrido un deterioro sustancial.

Más aún, no queda claro que una regla de subasta, una regla de no-transacción, o una regla de super mayoría serían eficientes, aún si uno asumiera que la ganancia esperada por haber salvado una empresa extrañamente viable, pero insolvente, excediera cualquier costo esperado del retraso de la liquidación o de una continuación ineficiente. Esto se da porque una regla de subasta, una regla de no-transacción, o una regla de super mayoría podrían imponer significativos costos adicionales. Cualquier regla como éstas, evitaría una carrera entre acreedores por los activos de la empresa. Ésta es la característica que comparte cada una de las reglas con el actual procedimiento concursal. La eliminación de la carrera tiene beneficios cuando la probable consecuencia de la carrera sea el desmembramiento de un negocio viable. Aquí, sin embargo, por hipótesis, una empresa insolvente no es probablemente viable. Queda la posibilidad de que la eliminación de la carrera sea valiosa en cualquier caso, en parte porque sin la competencia entre acreedores, los acreedores no necesitan gastar recursos monitoreando al deudor para prepararse para el concurso. Pero, tal como admite el líder del proceso concursal, Thomas Jackson, la eliminación de los gastos de monitoreo podría acarrear la eliminación de la disciplina de la administración debida al monitoreo⁹⁸. Ello significa que, un acreedor que se encuentra en la posición de cobrar primero podría también estar en una posición que fácilmente le permita evitar el desperdicio de la administración. En un procedimiento colectivo, el acreedor puede no hacer el esfuerzo de monitorear, dado que el acreedor compartiría los beneficios que tales esfuerzos producen. Sin una preocupación significativa por la protección de una empresa en marcha, no es cierto, por ningún motivo, que una carrera por los activos sea

⁹⁵ Ver Nota 37 y el texto que la acompaña.

⁹⁶ Ver Nota 82 y el texto que la acompaña.

⁹⁷ Ver notas 83-84 y el texto que las acompaña.

⁹⁸ Ver JACKSON, Nota 1.

una carga neta para los inversionistas⁹⁹.

El potencial valor neto de una regla de subasta, de no-transacción, o de un régimen con voto de super mayoría, minimiza aún más el hecho la esperanza de preservar una empresa en marcha insolvente, pero viable, no se pierde perdida si una empresa se encontrase sujeta a una carrera entre acreedores en la insolvencia. Las negociaciones entre acreedores, tal vez acompañados de una agregación de acreencias, son posibles aun si los está permitido demorar el cumplimiento¹⁰⁰. Los acuerdos entre acreedores pueden darse en anticipación a un incumplimiento, antes que los acreedores tengan derecho a cobrar. Quienes demoran el cumplimiento pueden ser forzados a aceptar pagos en su totalidad. Esto no significa que tales negociaciones siempre serán exitosas. Un comportamiento estratégico podría hacer costosa la negociación y podría causar un quiebre en la cooperación y una competencia por los activos. Pero la negociación, aun bajo la sombra de una carrera sería exitosa algunas veces, cuando la empresa fuese viable. Y una regla que permitiera la cobranza individual por parte de los acreedores no sacrificaría ningún incentivo benéfico de un acreedor para monitorear en preparación para una carrera casi segura si la empresa fuese inviable y la cooperación fuese, por tanto, poco beneficiosa.

Es entonces teóricamente posible, que los inversionistas de una empresa escojan no proteger una empresa insolvente de la liquidación a pesar de la posibilidad de que una empresa fuese más valiosa como un negocio en marcha, debido a que los inversionistas pueden diseñar una estructura de capital para hacer que esta posibilidad sea reducida¹⁰¹. Por su parte, los administradores, pueden mantener la deuda en la

estructura de capital de la empresa sujeta a una regla de no-protección por el miedo a que el mercado de control empresarial los reemplace si no lo hacen¹⁰². No es seguro que un agregado de acciones se formaría para reemplazar a los administradores que hayan sustituido capital por deuda ineficientemente, y por tanto eliminado el riesgo de la liquidación en la eventualidad de insolvencia. El que el mercado no siempre traiga eficiencia es una razón por la cual existe una inclinación por la continuación, descrita en la Parte II. Sin embargo, si la insolvencia fuese remota, la administración podría no remover la relación de los beneficios disciplinarios de la deuda. Tal conducta, a pesar de no conducir a un reemplazo certero, introduciría inmediatamente un riesgo de reemplazo. Más adelante, si la insolvencia pareciera más probable, los administradores podrían ser capaces de hacer que la empresa venda capital nuevo como sustituto de la deuda, y arriesgarse a ser reemplazados por el mercado en ese momento para evitar ser eliminados a través de la liquidación por incumplimiento. La administración es frecuentemente reemplazada bajo la actual ley concursal¹⁰³, y aún así, se presenta la insolvencia. Más aun, el valor de una regla de no-protección no estaría enteramente perdido aun si la administración finalmente evadiera la regla con la sustitución de capital por deuda. En una empresa que se deteriora, una señal temprana puede ser más valiosa para los inversionistas que una tardía, aun si la probabilidad, posterior a la señal, da un resultado eficiente menor a uno en cualquier caso¹⁰⁴.

De acuerdo a lo recién ilustrado, entonces, el empresario puede hacer que la empresa habilite \$50 de la deuda sin sujetarse a ninguna regla concursal en especial. Una empresa como tal puede continuar con la aceptación de los inversionistas de capital común o

⁹⁹ Esto puede parecer radical para aquellos familiarizados con la ley concursal americana. Pero alentar la liquidación no es extraño para las experiencias del mundo. Ver, por ejemplo, MACEY, Jonathan. «Corporate Law and Corporate Governance in Sweden: A Law and Economics Perspectives», 1992, pp. 100-03 (manuscrito inédito en *file* del autor) (anotando que al mismo tiempo de esfuerzos de reformas recientes, la ley sueca, promovía la liquidación de empresas que disiparon mucho de su valor); TRIANTIS, Nota 22, pp. 103-04 (describiendo la tendencia de la ley concursal canadiense para promover liquidaciones).

¹⁰⁰ Para un punto similar, ver, por ejemplo, HAUGEN y SENBET, Nota 26, en 30-31; ver también, por ejemplo, FITTS, Peter, y otros. «Bankruptcy, Workouts, and Turnarounds: A Roundtable discussion», J. Applied Corp. Fin., No. 4, 1991, pp. 34, 47 (presentando la perspectiva de Sam Zell sobre la inversión para promover liquidaciones).

¹⁰¹ Oliver Williamson también reconoce que las reglas diseñadas para mantener los activos unidos varían óptimamente con las circunstancias. Ver WILLIAMSON, Nota 54. Anota que la discreción inherente a las finanzas de capital es un costo donde hay poca especificidad de activos, pero un beneficio donde hay mucha especificidad de activos. Propone que «un sistema discrecional (puede ser) aconsejable para replicar reglas (de deuda) a través de todas las actividades para las cuales las reglas funcionan bien y interviene sólo en aquellas ocasiones donde las ganancias netas esperadas pueden ser proyectadas.» Ibid. En 581. Observa, sin embargo, que «la advertencia para seguir reglas con discrecionalidad es demasiado simple de lidiar... Para combinar reglas de discrecionalidad nunca se dará cuenta del ideal hipotético». Ibid. En 582. Williamson concluye que una combinación de reglas con discrecionalidad, «dequity», involucraría siempre compromiso. Id. No considera, tal como lo hago aquí, que la estructura inicial de capital pueda lidiar con alteraciones subsecuentes en las alteraciones sobre la especificidad de los activos o, en el lenguaje de este artículo, la viabilidad de la empresa.

¹⁰² Para una discusión sobre incentivos de la administración para proveer disciplina personal, ver por ejemplo, JENSEN, Nota 19, en 324.

¹⁰³ Ver Nota 69.

¹⁰⁴ Cfr. TRIANTIS, George y Ronald DANIELS. «The Role of Debt in Interactive Corporate Governance». Cal. Law Review, No. 83, 1995, pp. 1073, 1094-96 (describiendo las reglas concursales de preferencia anulables como medio para inducir el monitoreo previo a la insolvencia).

preferente a menos que se torne incapaz de pagar su obligación crediticia. Es decir, el empresario puede preferir que la empresa sufra una inclinación por la continuación mientras la empresa pueda pagar sus obligaciones crediticias, y sea, entonces, probablemente viable. Pero el empresario puede intencionalmente someter a la empresa a la cobranza de acreedores si la empresa no puede subsanar el incumplimiento con el pago de sus deudas, aun después de haber discontinuado los pagos al capital preferente. Tal incumplimiento podría llevar a una liquidación rápida en la carrera de los acreedores por los activos. Pero eso, puede ser lo óptimo para una empresa probablemente inviable. Esta ilustración es simple. El argumento para defender la carrera entre los acreedores descansa sobre la presunción de que el empresario y los inversionistas iniciales pueden, con alguna certeza, equiparar la inviabilidad de una empresa con un incumplimiento de pago presumiblemente inducido por una declinación en el valor hacia un nivel específico. Inversionistas menos certeros pueden bien escoger una subasta o una alternativa menos draconiana, para aplicarla antes que una empresa disipe la mayor parte de su capital. Sin embargo, sigue siendo central el hecho que una alternativa a la cobranza individual puede ser preferida no porque sea la mejor forma en general de preservar una empresa en marcha viable, sino porque puede ser la mejor manera de preservar una empresa en marcha dada la probabilidad de su inviabilidad.

Estas observaciones son limitadas. El argumento central aquí se aplica más a sociedades que cotizan en bolsa. Las sociedades cerradas son, en la mayoría de los casos, pequeñas y están sujetas a un único acreedor dominante o a un grupo de acreedores coordinados. Los inversionistas en tales empresas no enfrentan el riesgo de que las coaliciones de otros puedan imponer sobre ellos los costos de una continuación ineficiente o de un monitoreo insuficiente. En este sentido, estas empresas, que constituyen la mayoría de los casos del *Chapter 11*¹⁰⁵, no se beneficiarán de las estructuras del capital y de las reglas concursales alternativas diseñadas para combatir tal inclinación e inducir el monitoreo de los acreedores. Sin embargo, esta limitación no es una deficiencia seria en el análisis de este artículo. La empresa típica con un administrador-accionista y con un acreedor dominan-

te no puede continuar sin la experiencia del administrador y el permiso del acreedor. Negociar entre dos partes puede fácilmente obtener un asentimiento o puede no hacerlo. Este es o podría ser el caso bajo la actual ley concursal o bajo cualquier alternativa plausible. Por tanto, puede no importar a qué régimen concursal están sujetas estas empresas. Tal como lo señaló Douglas Baird, una alternativa al procedimiento concursal «podría simplemente desplazar a un elaborado conjunto de negociaciones hacia un foro diferente»¹⁰⁶. Entonces, la discusión del régimen concursal apropiado para empresas con múltiples acreedores podría ser la única discusión sobre insolvencia que resulte de interés.

En suma, los inversionistas pueden tratar la estructura del capital de una empresa y las reglas que gobiernan el incumplimiento como parte de una decisión integrada. Más específicamente, los riesgos de una continuación ineficiente y de un monitoreo insuficiente pueden afectar ambos, la óptima estructura del capital y su óptima regla concursal.

IV. INTERPRETACIONES DE PROBLEMAS

Un número de problemas podrá ser reinterpretado a la luz de la idea de que la regla apropiada para el incumplimiento financiero depende del grado de tal incumplimiento. Estos problemas incluyen el financiamiento basado en los activos, la aparente aquiescencia de los inversionistas en el aparentemente costoso proceso de reestructuración norteamericano, y el interés residual sobre el capital común en una empresa que fracasa en pagar dividendos por acciones preferentes.

A. Financiamiento basado en activos

Entre los problemas financieros ampliamente discutidos se encuentra el de la prioridad basada en los activos. La prioridad del interés de un acreedor garantizado se encuentra limitado al valor de su garantía. Cualquier saldo de la acreencia por encima de la garantía es una obligación general del deudor. El crédito garantizado no es la única forma de deuda prioritaria. También es posible que las deudas más antiguas tengan prioridad sobre las deudas más recientes, por la totalidad de la deuda antigua, cualquie-

¹⁰⁵ Ver, por ejemplo, BUFFORD, Samuel. «What Is Right About Bankruptcy Law and Wrong About Its Critics», Wash. U.L.Q., No. 72, 1994, p. 829.

¹⁰⁶ BAIRD, Douglas. «Revisiting Auctions», Nota 10. Pero, ver Elazar Berkovitch, y otros, *The Design of Bankruptcy Law: A case for Management Bias in Bankruptcy Reorganization* (February 28, 1994) (manuscrito inédito en *file* del autor) (describiendo cómo la ley concursal puede, en principio, estructurar negociaciones post insolvencias entre empresarios e inversionistas beneficiosamente); notas 50-53 y el texto que la acompaña.)

ra sea la naturaleza de los activos de la empresa. Por tanto, asumiendo que existe un rol para la prioridad variable entre obligaciones fijadas¹⁰⁷, se plantea la pregunta de si la prioridad debe estar basada en los activos.

Un número de buenas explicaciones para la prioridad basada en los activos justifica su existencia. Clifford Smith y Jerold Warner han explicado que el interés de propiedad que los acreedores garantizados tienen en la garantía específica previene la sustitución de los activos iniciales por activos más riesgosos¹⁰⁸.

Randal Picker ha propuesto que una división *ex ante* de los activos de la empresa dados en garantía elimina los incentivos de los acreedores individuales para correr tras los activos de la empresa en la eventualidad de la insolvencia¹⁰⁹. Si la empresa es viable, tal carrera podría ser costosa. Existen otras potenciales explicaciones.

Las observaciones de este artículo complementan estas explicaciones y profundizan el análisis realizado por Picker. Hasta aquí he discutido sobre la liquidación como si ese término se refiriera a una atomización de los activos de una empresa. Esto no es necesariamente así. La liquidación puede conllevar el movimiento de bloques de activos fuera del control común de un único grupo de administradores. Los créditos garantizados pueden facilitar una liquidación eficiente proveyendo a los acreedores garantizados intereses en estos bloques. Los bloques pueden contener activos que son más valiosos si se mantienen unidos. Allí donde una empresa esté sujeta a la cobranza individual por parte de sus acreedores —una situación que podría convertirse más común en un mundo en el cual el inversionista elija sin impedimentos, como sostengo más adelante— los intereses en valores podrían ser necesarios para evitar que los acreedores generales reclamen activos que forman parte de los bloques. Los intereses en valores, pueden entonces, proteger la sinergia entre los activos al mismo tiempo que permiten que los activos no grava-

dos sean divididos en una competencia entre acreedores generales, cuyo posibilidad puede lograr un incentivo eficiente para monitorear en los acreedores, tal como sostuve anteriormente en la Parte III. Entonces, una liquidación eficiente con poca atomización puede ocurrir sin la intervención de una corte concursal.

B. La aquiescencia de los inversionistas

Un reto usual que se presenta en cualquier propuesta para la reforma de una práctica supuestamente ineficiente es plantear la pregunta del por qué es que esta práctica persiste si debe ser reformada. El Juez Easterbrook ha hecho esta pregunta sobre la persistencia de la reestructuración¹¹⁰. En un artículo anterior, argumenté que los inversionistas norteamericanos no adoptan mi propuesta de estructura de Capital Camaleónico, en parte, porque la legislación tributaria, de responsabilidad extracontractual, comercial y societaria crean impedimentos legales para tal adopción¹¹¹. Sostuve que las leyes tributarias y de responsabilidad extracontractual norteamericanas evitan que los inversionistas puedan darse cuenta de todos los beneficios del Capital Camaleónico. La legislación tributaria norteamericana favorece a la deuda sobre el capital, aun sobre el capital preferente. Y la legislación sobre responsabilidad extracontractual norteamericana otorga a las víctimas del agravio acreencias no garantizadas, que son preferidas sobre el capital preferente pero de igual o de menor prioridad respecto de deudas contractuales. También argumenté que la legislación comercial y societaria no permitía ejecutar la promesa de los administradores de que la empresa renuncie a la deuda tradicional, lo cual hace que una empresa sujeta al proceso de reestructuración, que los administradores pueden ver como la única posibilidad para salvar sus trabajos o sus intereses sobre el capital.

Si, como sugiero en este artículo, una empresa eficiente puede no ser una empresa con Capital Camaleónico puro, sino una empresa sujeta a capital preferente y

¹⁰⁷ Aparte del establecimiento de un potencial para una estructura del capital fácilmente reorganizable, como ha sido discutido en la Parte III, el emisión de deudas de prioridad establece una relación por una empresa en contra el riesgo futuro de la empresa financiado por otros. Para una discusión sobre este punto, ver SCHWARTZ, Alan. « A Theory of Loan Priorities », *Journal of Legal Studies*, No. 18, 1989, p. 209.

¹⁰⁸ Ver SMITH, Clifford, Jr. Y WARNER, Jerold. « Bankruptcy, Secured Debt and Optimal Capital Structure: Comment », *J. Fin.*, No. 34, 1979, p. 247.

¹⁰⁹ Ver PICKER, Nota 26. En un artículo preparado simultáneamente a este, Patrick Bolton y Davis Scharftein arman un argumento similar al siguiente, que los intereses de seguridad individuales en los activos complementarios, más que los múltiples, maximizan el valor de liquidación de la empresa. Ver BOLTON y SCHARFSTEIN, Nota 74. No describen, sin embargo, esta conclusión como una justificación para el crédito garantizado. Ver también SCOTT, Robert. « A Relational Theory of Secured Financing », *Columbia Law Review*, No. 86, 1986, pp. 901, 913 (describiendo el uso de intereses garantizados «sábana» para promover proyectos eficientes).

¹¹⁰ Ver EASTERBROOK, Frank. « Is Corporate Bankruptcy Efficient? », *J. Fin. Econ*, No. 27, 1990, p. 411.

¹¹¹ Ver ADLER, noTa 27; ver también MERTON, Nota 14 (discutiendo el rol de la legislación tributaria).

deuda tradicional, el análisis de los impedimentos legales cambia. Los prejuicios de la legislación tributaria y de responsabilidad extracontractual contra el accionariado preferente siguen siendo un impedimento para una mezcla eficiente de capital preferente y de deuda. Ciertamente, tales prejuicios pueden explicar por qué un número significativo de sociedades que cotizan en bolsa se reestructuran exitosamente en el proceso concursal¹¹², a pesar de mi suposición de que, en un ambiente no distorsionado, empresas incapaces de pagar sus deudas rara vez se reorganizan. Esto es, la legislación tributaria y de responsabilidad extracontractual pueden inducir niveles altos y artificiales de deuda, tales que la insolvencia (tradicionalmente entendida) mayormente ocurra mientras que la empresa es todavía viable. Pero asumiendo que el análisis en este artículo es correcto, se perdería poco de las reglas de la legislación tributaria y de responsabilidad extracontractual que eviten que los administradores prometan efectivamente hacer que una empresa renuncie a todas las deudas tradicionales. El argumento aquí es que la empresa eficiente puede emitir deuda tradicional.

A pesar de que un impedimento para la renuncia a una deuda tradicional puede no ser particularmente costoso, existe un importante impedimento alternativo para otra promesa de la administración. La propia legislación concursal prohíbe la ejecución de un contrato que prevendría a la administración plantear una solicitud de insolvencia¹¹³. He argumentado en muchos otros lugares que, no obstante este hecho, un tribunal rechazaría un caso de insolvencia, a pesar de haber sido solicitada correctamente, si los contratos entre inversionistas dejaran al tribunal concursal sin ningún asunto relevante a resolver respecto de un procedimiento colectivo¹¹⁴. Una empresa con Capital Camaleónico puede librar al tribunal de problema. Notablemente, bajo las reglas que gobernarían una empresa con Capital Camaleónico simple, los tenedores de obligaciones fijas no podrían competir por los activos y nadie necesitaría conducir o supervisar una valuación o venta de los activos o intereses de una empresa en ello. Pero un tribunal concursal puede no

considerar las alternativas concursales contractuales, descritas en este artículo, como un buen sustituto para un procedimiento supervisado por el tribunal.

En contraste con la empresa de Capital Camaleónico que describí, una empresa tradicional sujeta a la deuda ordinaria pero no a un procedimiento colectivo sufriría de la misma competencia entre acreedores que el procedimiento concursal busca prevenir. A pesar de que esta competencia puede darse bajo un diseño de los inversionistas, ningún tribunal concursal rechazaría un caso donde tal competencia existiera. Lo mismo puede decirse de un caso donde la empresa deudora estuviese sujeta a una regla que le permitiera continuar sólo con restricciones importantes a las transacciones futuras de la empresa o con el voto de la super mayoría de los acreedores. Los inversionistas en tal empresa resolverían su problema de acción colectiva, pero lo harían imponiendo una regla que favorezca la liquidación. Los jueces concursales tienden a considerar que salvar a las empresas es parte importante del rol judicial. En consecuencia, los administradores pueden sacar ventaja del proceso de reestructuración sin importar cuál haya sido el acuerdo precedente. Más aún, debido a que el Código Concursal explícitamente otorga a la corte la autoridad para supervisar cualquier venta de activos fuera del giro ordinario del negocio¹¹⁵, una corte puede no rechazar un caso del *Chapter 11* para permitir una subasta bajo términos contractualmente autorizados. Y una vez que un caso esté cubierto por el *Chapter 11*, al menos algunas cortes no han estado dispuestas a permitir subastas de activos¹¹⁶.

Hay pues, poco misterio en que el proceso concursal colectivo persiste en los Estados Unidos a pesar de existir alternativas aparentemente eficientes. Sin embargo, tal como se menciona más adelante en la Parte V, un examen de las reglas legales y las respuestas contractuales en otros países puede refutar o apoyar la suposición de que los inversionistas creen que los procedimientos colectivos son ineficientes.

C. Interés sobre el capital común después del incumplimiento

¹¹² Ver LOPUCKI, Lynn y WHITFORD, William, «Patterns in Bankruptcy Reorganization of Large, Publicly Held Companies», 78 Cornell L. Rev. 597, 602-03 (1993) (encontrando que el 51% de tales reestructuraciones resultaron en la supervivencia del "núcleo del negocio"). Los resultados de la reorganización de Easter Airlines se encuentran documentadas en WEISS, nota 24. Pero ver BOWERS, nota 91 (argumentando que los estimados de las reorganizaciones exitosas son exagerados); SHWALB HOTCHKISS, Edith. «Postbankruptcy Performance and Management Turnover», 50 J. Fin. 3, 7-15 (1995) (describiendo la alta tasa de fracasos posteriores a la reestructuración).

¹¹³ Ver, por ejemplo, SCHWARTZ, Nota 48 (recopilando casos). Baird argumenta que una empresa puede efectivamente acordar no entrar en un procedimiento concursal si cada uno de sus directores acuerda, sujeto a responsabilidad personal, no iniciar dicho procedimiento a nombre de la empresa. Ver BAIRD, Nota 24. Pero no queda claro por qué los mismos tribunales que fracasan en forzar a la empresa a prometer que no presentará una solicitud de insolvencia, forzarían una promesa del director de iniciar dicho procedimiento en nombre de la empresa.

¹¹⁴ Ver ADLER, nota 27, p. 334 n. 94 (recopilando casos).

¹¹⁵ Ver 11 U.S.C. 363 (b) (1), 1994.

¹¹⁶ Ver *In re Lionel Corp.*, 722 F. 2d 1063, 1070-71 (2 Cir. 1983) (encontrando muchas justificaciones para vender activos a la parte que quiera conducir una venta inmediata); ver también Baird, *Revisiting Auctions*, nota supra 10, en 639 (refutando a Lionel)

Cuando una empresa norteamericana incumple en el pago de dividendos al accionariado preferente, los términos de los contratos de las acciones preferentes pueden dar a los accionistas derechos de representación en el directorio de la empresa. En casos raros, si el incumplimiento en los pagos continúa, los accionistas preferentes obtienen el control del directorio. En forma consistente con el concepto de Capital Camaleónico, discutido en la Parte I, cuando la empresa se torna incapaz de satisfacer sus obligaciones fijas, los tenedores de las obligaciones fijas de menor prioridad, como aquellos que presumiblemente perderán o ganarán de los cambios marginales que sufra el valor de la empresa, son responsables por la condición de la compañía. A diferencia de las acreencias con baja prioridad en una empresa con Capital Camaleónico, el accionariado tradicional preferente no se convierte en el interés común de la empresa aun cuando se convierte en una fuente de control. El accionariado preferente mantiene el control sólo hasta que los atrasos estén satisfechos y retiene cualquier prioridad en la liquidación. Si en algún momento la empresa mantiene o gana activos de valor en exceso de deuda, los dividendos preferentes debidos, y los derechos de liquidación del accionariado preferente, tal exceso pertenece al capital común¹¹⁷. Este acuerdo puede persistir a pesar de que se establezca algún periodo en el cual el capital tenga la oportunidad que la empresa pague atrasos que pueden haberse acumulado como resultado de la falta de liquidez, no del valor insuficiente de los activos. Pero puede persistir el que una empresa esté sujeta al control de acreencias fijas más que de intereses residuales.

El control de accionistas preferentes como titulares de acreencias fijas, no es en sí misterioso. El conflicto entre los intereses residuales y las obligaciones fijas les da a los tenedores de intereses residuales incentivos para aceptar demasiado riesgo y a los tenedores de acreencias fijas un incentivo para aceptar muy poco riesgo. Es generalmente aceptado que los tenedores del interés residual normalmente controlan la empresa porque son más propensos a la diligencia administrativa que los tenedores de acreencias fijas¹¹⁸. No obstante, es teóricamente posible que para algunas

empresas, el incentivo del interés residual para aceptar riesgos que no se justifican por el retorno esperado sea más importante que otros problemas de agencia. Como resultado, uno puede esperar observar algunas empresas bajo el control de acreedores fijos. En teoría, por tanto, no es sorprendente que los accionistas preferentes puedan tener el control de una empresa sujeta a los intereses del capital común. Sin embargo, en realidad las empresas no comienzan bajo el control de obligacionistas fijos. La pregunta es, pues, por qué las empresas son estructuradas de tal manera que los obligacionistas fijos toman el control después del incumplimiento.

La respuesta puede, en parte, derivarse del análisis precedente de los regímenes de insolvencia. A diferencia de una empresa que recién comienza, una empresa que ha incumplido con satisfacer obligaciones fijas difícilmente habrá experimentado una disminución de valor. Los inversionistas pueden no creer que una subasta de la empresa o un concurso por los activos de la misma van a estar asegurados si una disminución afecta sólo al accionariado preferente, no a la deuda. Pero los inversionistas pueden no estar confiados en que la empresa deba, en este punto, asumir los mismos riesgos que una empresa sin estas experiencias negativas puede asumir razonablemente. La instalación de accionistas preferentes, tenedores de acreencias fijas, en control de una empresa en incumplimiento parcial todavía sujeta a la deuda, podría inhibir a los administradores de tomar riesgos de manera no apropiada -la expansión, por ejemplo¹¹⁹. Tal inhibición puede incrementar el valor de la deuda en tal empresa y, en consecuencia, permitir la disciplina de la imposición continua de la deuda de obligaciones fijas, una disciplina que buenos administradores tal vez acepten.

Esta no es una solución al problema del accionariado preferente, a pesar de lo persuasivo del análisis. Tal como se ha mencionado, es raro que los accionistas preferentes ganen el control del directorio, sin importar los atrasos. La representación sin control es mucho más común. Entonces, típicamente, no sólo el capital común retiene un interés en una empresa que incumple los pagos

¹¹⁷ Ver, por ejemplo, *Baron v. Allied Artists Pictures Corp.*, 337 A. 2d. 653, 658 (Del. Ch. 1975); *Petroleum Rights Corp. V. Midland Royalty Corp.*, 167 A. 835, 837 (Del. Ch. 1933).

¹¹⁸ Ver, por ejemplo, JENSEN y MECKLING, Nota 87.

¹¹⁹ Propongo esto meramente como parte de una explicación potencial. Un punto relacionado, no directamente relevante aquí, es que un cambio de control de, pero no la totalidad del interés residual de, una empresa, permite un periodo durante el cual la empresa se beneficia del control conservador mientras que los inversionistas tratan de ver si es que a la empresa solamente le falta liquidez o si no tiene valor suficiente para satisfacer sus acreencias fijas. La mera falta de liquidez se mantiene como una posibilidad a pesar de que el periodo de gracia, arriba mencionado, asumiera el capital común antes que pase el control.

de dividendos de sus accionistas preferentes, ésta retiene el control último de la empresa, exacerbando seriamente el problema de los incentivos respecto de los riesgos. Las ideas de este artículo pueden explicar por qué los atrasos causan un cambio en el control de una empresa, pero no en todo el interés residual, tal como a veces sucede. Pero sigue siendo un misterio cuando ninguno de ellos cambia, como comunmente sucede.

V. LA NECESIDAD DE EVIDENCIA COMPARATIVA

La experiencia de una empresa moderna en los Estados Unidos puede no ser la adecuada para probar totalmente la hipótesis de este artículo. Como se ha mencionado, la legislación tributaria y la concursal afectan la elección de las reglas para la estructura del capital y de las reglas concursales. Más aún, el principal ejemplo de una gran empresa norteamericana anterior al advenimiento de la legislación tributaria y concursal no puede darnos lecciones aplicables a las empresas actuales¹²⁰. Tal como explica Douglas Baird, el ferrocarril a fines del siglo diecinueve estuvo sujeto a una deuda en manos de un pequeño grupo de banqueros con intereses interrelacionados¹²¹. Así que, mientras que estas empresas podrían haber continuado eficientemente después de la insolvencia, no queda claro que sus acreedores hayan encarado el conflicto que puede producir la inclinación por la continuación. El control de un oligopolio de banqueros sobre empresas industriales ya no existe¹²² y puede no ser deseable, dada la amenaza que reporta el oligopolio para la competencia¹²³. Más aún, el *shock* económico general en la década de 1890 que

dejó a un número de ferrocarriles viables en insolvencia, puede haber sido un evento inusual. Así la experiencia norteamericana puede no evidenciar una reestructuración eficiente en un ambiente regulatorio beneficioso¹²⁴.

La experiencia de otros países puede ser más útil. Hasta 1992 en Canadá, por ejemplo, un acreedor garantizado estuvo exento de la restricción en la cobranza impuesta por la *Canadian Bankruptcy Act*, empleada por algunas empresas insolventes¹²⁵. Un acreedor general estaba impedido de cobrar, tal como lo están todos los acreedores en los Estados Unidos, y podía ser forzado a aceptar una decisión de reestructurar la empresa si su clase votara por la reestructuración. Pero a diferencia de lo que ocurre en los Estados Unidos, un tribunal no podía imponer un plan rechazado por una clase de acreedores generales¹²⁶. Entonces, en algunos aspectos, el sistema concursal canadiense representaba lo que sugiero que puede ser un sistema óptimo. Una empresa incapaz de pagar el crédito de sus obligaciones fijas de menor prioridad, puede continuar con la aprobación de tales obligaciones, si es que la empresa paga en su totalidad las obligaciones con más alta prioridad, es decir el crédito garantizado, o si tiene el consentimiento de los tenedores de tales obligaciones.

En un estudio reciente, Timothy Fisher y Jocelyn Martel se refirieron a empresas canadienses sujetas al *Canadian Bankruptcy Act* previo a 1992¹²⁷. En su muestra los acreedores no garantizados aceptaron alrededor de tres cuartos de los planes de reestructuración propuestos¹²⁸. Fisher y Martel estimaron que, en promedio, los planes aprobados lograron un retorno mayor de la deuda del que se hubiese

¹²⁰ El tributo federal al ingreso empresarial fue establecido por primera vez en 1909. Ver Department of Treasury, *Integration of the Individual and Corporate Tax Systems* 153 (1992) (El tributo al ingreso empresarial fue originalmente establecido en 1909 como un tributo exigido sobre el privilegio de hacer negocios en la forma corporativa). Una forma de legislación concursal que al menos represente la actual legislación ha sido reforzada desde 1898. Ver BAIRD, Nota 24.

¹²¹ Ver BAIRD, nota 24.

¹²² Ver ROE, Nota 74.

¹²³ Ver *Ibid.* En 256.

¹²⁴ Hay, sin embargo, alguna evidencia en los Estados Unidos que por lo menos no es inconsistente con la hipótesis de este artículo. Michael Barclay y Clifford Smith afirman que empresas con un crecimiento sobre el promedio en su oportunidad de inversión emiten significativamente menos acreencias fijas en forma de obligaciones de deuda y leasing, pero más acciones preferentes. Ver BARCLAY, Michael y Clifford SMITH, Jr., «The Priority Structure of Corporate Liabilities», *J. Fin.*, No. 50, 1995, pp. 899, 908. Si las empresas con opciones de crecimiento son altamente variables, aun cuando sean operadas eficientemente, y si la insolvencia incrementa el riesgo de liquidación, aun bajo el sistema concursal norteamericano, no es sorprendente encontrar relativamente más acciones preferentes y relativamente menos deuda. Pero estos datos están sujetos a otras interpretaciones y, en cualquier caso, apoyan parte de la historia que yo cuento aquí.

¹²⁵ Ver LO PUCKI, Lynn y George TRIANTIS «A System Approach to Compaining U.S and Canadian Reorganization of Financially Distressed Companies, in *Current Developments in International and Comparative Insolvency Law*», Nota 4.

¹²⁶ Ver *Ibid.* En 165.

¹²⁷ Ver FISHER, Timothy y Jocelyn MARTEL. «The Creditor's Financial Reorganization Decision: New Evidence from Canadian Data», *J.L Econ. y Org.*, No. 11, 1995, p. 112.

¹²⁸ Ver *Ibid.* En 112.

obtenido en liquidación¹²⁹. Esto se lo atribuyen al buen razonamiento de los acreedores no garantizados. Y ciertamente, manteniéndose lo demás igual, un acreedor no garantizado debería ser más propenso a continuar una empresa viable que una empresa inviable. Pero puede ser incorrecto concluir de esta evidencia que los acreedores no garantizados canadienses no sólo pueden evaluar la viabilidad de una empresa, sino también son capaces de sobrepasar cualquier inclinación por la continuación y liquidar todas las empresas que consideren inviables. Debido a que el *Canadian Bankruptcy Act* no prohibió la cobranza de acreedores garantizados, probablemente las únicas empresas capaces de presentar un plan de reestructuración ante sus acreedores no garantizados eran aquellas que podían pagarles totalmente¹³⁰ - ello es, empresas con menos probabilidades que una incapaz de satisfacer sus acreencias garantizadas de deteriorarse hasta su inviabilidad.

Hay, por supuesto, otras interpretaciones posibles de la información canadiense. Y para completar la figura uno necesitaría más información sobre aquellas empresas que escojan no intentar una reestructuración bajo el *Canadian Bankruptcy Act*. Es decir, esta discusión sobre los estudios realizados por Fisher y Martel es solamente un comienzo. Es necesario trabajar más en Canadá, los Estados Unidos, y otros países, antes de que pueda llegarse a conclusiones firmes.

CONCLUSIÓN

En un mundo libre de impedimentos legales, los inversionistas pueden diseñar una estructura del capital tal, que la insolvencia sea una señal fuerte de la inviabilidad de una empresa. En consecuencia, la legislación concursal y las propuestas de procedimientos colectivos alternativos quedan sin justificación cierta. Esto es así debido a que la inhabilidad del acreedor para actuar colectivamente puede no ser un problema, sino una solución.

¹²⁹ Ver *Ibid.* En 115.18

¹³⁰ n 130. Ver LO PUCKI y TRIANTIS, Nota 125. (observando que la habilidad de los acreedores garantizados para cobrar evitó que las empresas usen disposiciones de reestructuración anteriores al *Canadian Bankruptcy Act* de 1992).