

Bogotá, Jueves 13 de julio de 2017



**HARVARD
LAW SCHOOL**

Los deberes de los administradores en la proximidad de la insolvencia: una perspectiva económica y comparada

Aurelio Gurrea Martínez

agurreamartinez@mail.law.harvard.edu

1. Los objetivos del Derecho de sociedades

- Minimización de **costos de contratación**:
 - **Atributos de las sociedades de capital**: personalidad jurídica, responsabilidad limitada, transferibilidad de las acciones y **dirección delegada**
 - **Normativa de sociedades**
- Minimización de **problemas (o costos) de agencia**
 - Problemas de agencia entre **administradores Vs Accionistas**
 - Problemas de agencia entre **accionistas**
 - **Accionistas mayoritarios Vs minoritarios (tunneling)**
 - Accionistas **minoritarios Vs mayoritarios (holdout)**
 - Accionistas con **misma participación/control** (bloqueo societario)
 - Problemas de agencia entre **accionistas y terceros** (principalmente **acreedores**)



Facilitación de transacción económicas
Minimización de abusos/expropiaciones
Financiación de empresas
Creación de empresas



Crecimiento económico y mejora del bienestar colectivo

2. ¿Debería el Derecho de sociedades tutelar a los acreedores? (1/2)

- Los **acreedores cualificados** (*adjusting creditors*) tienen el conocimiento, la experiencia y los medios para protegerse sin necesidad del Derecho de sociedades (e.g., garantías, *covenants*, tipos de interés más altos, etc.). Una protección adicional no sólo podría resultar *injustificada jurídicamente* sino que, además, podría generar *varios perjuicios económicos*: **mayor aversión al riesgo e innovación en la empresa** (habida cuenta de que accionistas y acreedores suelen tener intereses divergentes) **y riesgo moral**.
- Los **acreedores extracontractuales y no cualificados** (*non-adjusting creditors*) pueden ser protegidos a través de otros medios más eficientes y, normalmente, más efectivos (e.g., prioridad en caso de concurso, imposición de seguros obligatorios, etc.)
- Por tanto, **a diferencia de lo que ocurre con los accionistas** (que, además, son quienes constituyen la sociedad y, por tanto, los “propietarios” de la compañía), **los acreedores están protegidos mediante otros mecanismos legales y/o contractuales**.

2. ¿Debería el Derecho de sociedades tutelar a los acreedores? (2/2)

- Aunque la tutela de los acreedores no resulte (ni deba resultar) tan relevante como la de los accionistas en el **Derecho societario**, varios motivos pueden justificar esta tutela:
 - En determinados países, los *non-adjusting creditors* no gozan de una protección adecuada mediante otros mecanismos (e.g., prioridad en caso de concurso, seguros obligatorios, etc.).
 - En determinados países (o compañías concretas, como sería el caso de las *B corporations*), el Derecho de sociedades tiende a considerar no sólo el interés de los accionistas sino también el **interés de “otros stakeholders”**.
 - No dejan de ser **financiadores de la empresa**.
 - Es posible que el deudor incurra en ciertas **conductas oportunistas que, si no resultan minimizadas** (sea en el Derecho de sociedades y otras normas), **generará reticencia al crédito o incremento del coste de la deuda**.
 - Ex ante:
 - Incentivos a **manipular información financiera**
 - Ex post:
 - **Dilución de activos** (desviación de activos)
 - **Sustitución de activos** (proyectos más arriesgados)
 - **Dilución de deuda** (diluir a los acreedores mediante la asunción de nueva deuda)

3. Problemas de agencia: sociedades solventes

- En **sociedades solventes**, los accionistas financian (total o parcialmente) la compañía y, además, son los **“titulares residuales” de la sociedad**.
 - Si se liquidara la compañía, tendrían derecho a los activos residuales. Por tanto, en este tipo de sociedades (solventes), **cualquier incremento o (con limitación) disminución patrimonial será en perjuicio/beneficio de los accionistas**.
 - Consecuencia de lo anterior:
 - **Los accionistas tendrán incentivos para vigilar a los administradores.**
 - Además, **los accionistas tienen el poder de nombrar, retribuir y destituir a los administradores (o son ellos mismos)**. Por tanto, mayor posibilidad de reducir problemas de agencia entre accionistas y administradores.
 - **En países con empresas de capital concentrado y accionistas de control, los intereses de accionistas y administradores estarán todavía más alineados.** Cuestión distinta es que los administradores tengan incentivos para velar por el interés de *ciertos* accionistas (normalmente, el controlante). De ahí que, en estos países, **el gran problema del Derecho de sociedades no es la diligencia (o el problema de agencia administradores Vs accionistas) sino el deber de lealtad y los problema de agencia entre mayoritarios y minoritarios (tunneling)**.

3. Problemas de agencia: sociedades insolventes

- En **sociedades insolventes**, sin embargo, la compañía resulta financiada totalmente (*balance-sheet insolvency*) o parcialmente (*cash-flow insolvency*) por los acreedores y, además de contar con un derecho de agresión sobre el patrimonio del deudor, **los acreedores se convierten en los titulares residuales de la compañía** (sobre todo, en situaciones de desbalance). Por tanto, **los acreedores experimentarán las consecuencias de cualquier incremento/disminución patrimonial**. No obstante:
 - Los acreedores no tienen el poder de nombrar, retribuir y destituir a los administradores. Por tanto, **los administradores seguirán teniendo incentivos para maximizar el interés de los accionistas**.
 - Una situación de insolvencia provoca que se agraven los conflictos (*ex post*) entre la sociedad y los acreedores:
 - **Dilución de activos** (desvío de activos)
 - **Sustitución de activos** (inversión en proyectos arriesgados)
 - **Dilución de pasivos** (incrementar niveles de deuda)
- En países con empresas de capital concentrado, el problema de oportunismo frente a los acreedores resultará agravado, ya que los administradores: (i) serán los propios accionistas y/o; (ii) tendrán mayores incentivos para velar por el interés de los accionistas (habida cuenta de la estrecha vigilancia del socio de control).

4. ¿Cómo solventar este nuevo (y, en su caso, agravado) problema de agencia que se produce en situaciones de insolvencia?

- **Mecanismos ex ante:** deberes de actuación de los administradores sociales
 - Deber de solicitar el concurso de acreedores (Alemania, España)
 - Deber de minimizar las pérdidas a los acreedores (Reino Unido)
 - Deber de considerar y tutelar el interés de los acreedores, pero sin ningún cambio *formal* en el contenido y destinatario de los deberes fiduciarios de los administradores (Estados Unidos, Colombia)
- **Mecanismos ex post:** accionistas revocatorias, sanciones, y deber de reparación de los posibles daños ocasionados en la zona de insolvencia (mecanismos que también sirven como mecanismo de disuasoria ex ante)

5. Deber de solicitar el concurso (Alemania, Francia, España)

- **Funcionamiento:** El deudor debe solicitar el concurso en un determinado lapso de tiempo desde que conoce o ha debido conocer su estado de insolvencia (3 semanas en Alemania, 48 días en Francia, 2 meses en España)
- **Ventajas:**
 - **Mandato claro** del legislador.
 - **Elimina de manera rápida y tajante el problema del oportunismo**
 - **Evita posibles “sesgos” a la continuación de la empresa** incluso cuando es inviable.
 - **Enforcement** incentivado por severa responsabilidad ex post (¿ventaja o inconveniente?)
- **Inconvenientes:**
 - **Impone de manera automática costes** directos e indirectos
 - Dificultad en identificar el **momento de la insolvencia** (¿valoración contable o financiera? ¿En liquidación o en funcionamiento? Prueba de la insolvencia) y consecuente **inseguridad jurídica** para los administradores sociales
- **En España**, donde también se aplica el modelo alemán, existe la posibilidad de que el deudor insolvente comunique al juzgado que está negociando con los acreedores y, de esta manera, **suspender el deber de solicitar el concurso durante 4 meses.**
 - Por tanto, **ventajas de la solución alemana, aunque evitando los costes que podría suponer la automática solicitud de concurso.**

6. Deber de minimizar las pérdidas a los acreedores (UK)

- **Funcionamiento:** los administradores tienen el deber de tomar las acciones que consideren oportunas para **minimizar las pérdidas para los acreedores**, siempre que: (i) la compañía sea insolvente (normalmente *cash-flow insolvency*, que entienden se produce en un momento generalmente posterior al *balance-sheet insolvency*); y (ii) sea probable que la compañía acabe en una liquidación concursal. Aunque con matices, este sistema también se aplica en otros países de nuestro entorno como Italia y Holanda.
- **Ventajas:**
 - Permite ahorrar los **costes** derivados de la automática solicitud de concurso
- **Inconvenientes:**
 - Difícil **enforcement** ex post. Por tanto, amenaza creíble ex ante?
 - Exige **jueces más especializados**
 - **Sesgo retrospectivo** (*hindsight bias*)

7. Deber de maximizar el interés de la compañía (USA)

- **Funcionamiento:** aunque la jurisprudencia norteamericana ha tenido ciertos cambios de rumbo, el Tribunal Supremo de Delaware en el año 2007 dejó claro que los administradores deben actuar en **interés de la compañía en su conjunto**, sin perjuicio de que, en caso de que la compañía fuera insolvente *de facto*, los acreedores puedan iniciar acciones derivadas (no directas) por incumplimiento de deberes fiduciarios.
- **Ventajas:**
 - Permite ahorrar los **costes** derivados de la solicitud de concurso.
 - Resulta **más consistente con el Derecho de sociedades**, que no está eminentemente diseñado para tutelar a los acreedores (Hu and Westbrook, 2008).
- **Inconvenientes:**
 - **Puede no ser efectivo (o creíble) para solucionar el problema de los incentivos perversos** (o, al menos, no resulta creíble que lo haga), **especialmente, en países con empresas de capital concentrado**. En Estados Unidos, sin embargo, el riesgo de oportunismo no sería tan elevado y, de hecho, como el Derecho concursal es altamente protector del deudor (aunque sin ser anti-creedor), hay autores que alegan que los administradores son quienes no sólo se están en la mejor posición para decidir sobre la solicitud de concurso sino también quienes tienen los incentivos más apropiados para hacerlo en el momento oportuno (Baird, 1991).

8. ¿Qué sistema resulta más deseable?

- En el fondo, todos los ordenamientos parecen coincidir en el hecho de que, una vez que se produce la insolvencia, el concepto de “interés social” difiere del concepto general que se maneja en el ámbito de sociedades solventes.
 - En Estados Unidos, **el nuevo concepto de interés social *incluirá* a los acreedores, al formar parte de la compañía.**
 - En la mayoría de países de nuestro entorno, en cambio, **el nuevo concepto de interés social parece *cambiar* del interés de los accionistas al interés de los acreedores.**
- Las principales diferencias entre países reside en varios aspectos:
 - **¿Utilización de “carrots” o “sticks” para proteger a los acreedores?**
 - Cuando se imponen deberes frente a los acreedores, también difiere:
 - El **concepto de insolvencia** que desencadena la respuesta de los administradores: iliquidez en UK (también en Francia, Australia, y, con matices, en España) y desbalance o iliquidez en Alemania.
 - El **lapso de tiempo para la respuesta exigida a los administradores** (3 semanas en Alemania, 48 días en Francia, 2 meses en España).

**¿Qué sistema resulta más deseable? ¿Qué sistema se aplica en Colombia?
¿Cuál se debería aplicar?**

9. ¿Qué sistema sería más deseable en Colombia? (1/2)

- Las sociedades colombianas se caracterizan por ser eminentemente **familiares y con un capital altamente concentrado** (La Porta et al, 1998; 1999; Reyes, 2013). Por tanto:
 - En **sociedades solventes**, el principal problema de agencia existente en Colombia no es el conflicto entre administradores y accionistas sino el conflicto entre los propios accionistas (*tunneling*). **Los intereses de accionistas (en su conjunto) y administradores están relativamente alineados. ¿Deseable?** (Sí, mientras la compañía sea solvente, pero ¿y si deviene insolvente?)
 - En **sociedades insolventes**, el conflicto entre la sociedad (i.e., accionistas en su conjunto) y los acreedores resulta más preocupante que en países como Reino Unido o Estados Unidos. **Los administradores son menos independientes.**
 - El cargo de administrador se encuentra **menos profesionalizado**.
 - La **estructura de capital concentrado** de las sociedades colombianas genera que los administradores sean los propios accionistas y/o estén estrechamente vigilados por el socio de control. Por tanto, **mayores incentivos para maximizar el interés de los accionistas** que, en insolvencia, resultarán todavía más divergentes del interés de los acreedores.

9. ¿Qué sistema sería más deseable en Colombia? (2/2)

- Consecuencia de lo anterior, **creemos que la solución de Estados Unidos o Reino Unido no resultaría deseable en Colombia**, ya que **el riesgo de oportunismo de los administradores/accionistas frente a los acreedores es demasiado elevado una vez que se produce la insolvencia**. Y aunque no se produjera finalmente esta situación de oportunismo, los operadores tendrían motivos razonable para pensar que existe. Por tanto, desde un punto de vista ex ante, **los acreedores podrían ser reticentes a la concesión de crédito y/o incrementar el coste de la deuda**.
- En nuestra opinión, **sería más deseable la solución alemana/española** de imponer un **deber de solicitar el concurso**. No obstante, para evitar los posibles costes asociados a solicitar un concurso cuando este resultado podría haberse evitado mediante un mecanismo menos costoso (e.g., un acuerdo extrajudicial), parecería deseable que se permitiera la **posibilidad de suspender temporalmente (4-6 meses) la solicitud de concurso**, siempre y cuando se comunique al juzgado la situación de insolvencia y la intención de iniciar negociaciones con los acreedores.
 - Durante este tiempo, además, incluso **podría pensarse en implementar varias instituciones concursales que pudieran favorecer el acuerdo** (e.g., *cramdown*, paralización de ejecuciones, etc.). Eso sí, **si el acuerdo fracasa, y salvo que el deudor alegue motivos justificados para el fracaso, el procedimiento de insolvencia que se abriera posteriormente debería ser liquidativo**.

Muchas gracias!

Cualquier duda, sugerencia o comentario será más que bienvenido!

agurreamartinez@mail.law.harvard.edu