

**LECCIONES SOBRE LA
REESTRUCTURACIÓN DE LA DEUDA PRIVADA**
(Una visión financiera del derecho de la insolvencia)

Por Marcelo Villegas¹

SUMARIO

A más de dos años y medio del estallido de la crisis económica más profunda de la historia económica Argentina la resolución del problema de la deuda corporativa sigue siendo una asignatura no concluida en la agenda pública. Si bien se han registrado avances y se implementaron cambios legales, normativos e impositivos –siendo la regulación de los Acuerdos Preventivos Extrajudiciales o APE’s el más significativo- dichos cambios no han formado parte de una estrategia integral y coordinada, siendo necesario aún implementar ciertas mejoras al marco legal y regulatorio en el corto, mediano y largo plazo. Este artículo intenta extraer las lecciones más importantes que – en nuestra opinión- la crisis sistémica ha dejado respecto del funcionamiento de los sistemas de insolvencia e identificar algunos aspectos que desde el punto de vista legal son relevantes para mejorar éstos. El presente artículo tiene seis Partes: en la Parte I se hace una breve descripción de ciertos hechos estilizados que describen la problemática y magnitud del problema de la deuda corporativa en Argentina; en la Parte II se hace un análisis de los aspectos financieros de la insolvencia que deberían guiar los principios de una legislación eficiente en materia de insolvencia; en la Parte III analizamos las experiencias internacionales de crisis sistémicas más relevantes y la importancia que tuvo en otros países que sufrieron crisis similares fortalecer los sistemas informales de insolvencia; en la Parte IV analizamos los desarrollos normativos y legales más importantes hasta la fecha, incluyendo a la controvertida figura de los APEs. En la Parte V proponemos una agenda de temas a analizar para el mejoramiento del derecho de insolvencia para los próximos años en base a un objetivo de eficiencia económica y siguiendo tres criterios principales: (i) el principio de conservación del valor de los activos de la empresa y maximización del producido neto de distribución entre todos los proveedores de capital de la firma; (ii) el principio del reconocimiento estricto al orden de las prioridades pactadas en los contratos de financiamiento ex ante y el estricto reconocimiento de los derechos de los acreedores; y (iii) el principio de transparencia de toda la información relevante – incluyendo planes de negocios e información proyectada- disponible a todos los acreedores. Finalmente en la Parte VI analizamos algunas de las lecciones que en nuestra opinión emergen del proceso de reestructuración de la deuda privada.²

¹ *Abogado y Economista (UBA). Master en Finanzas (CEMA). Profesor Universitario ESEADE y UCA. Vicepresidente del CEF y socio del Estudio Nicholson y Cano. Abogados*

² Este artículo expresa una visión financiera del derecho de insolvencia, según la cual, el principio que debería guiar y orientar la evolución de esta rama del derecho es uno de eficiencia económica (criterios de preservación de valor; reconocimiento estricto de las prioridades pactadas y transparencia). En este sentido, la visión que aquí se expone no es la típica del enfoque legal (rehabilitación de la empresa en crisis; tratamiento equitativo de los acreedores; etc.). No siendo la práctica concursal mi especialidad profesional, mi principal interés en la materia de insolvencia es la importancia que esta tiene en el desarrollo de un sistema financiero moderno y eficiente. Muchas ideas y propuestas de este artículo son producto del trabajo realizado en el CEF sobre la resolución de la deuda privada. Dichos trabajos fueron realizados bajo la dirección de Daniel Marx y Silvina Vatnick y todo el

PARTE I LA PROBLEMÁTICA DE LA DEUDA CORPORATIVA

Al momento del estallido de la crisis y como consecuencia de los cambios en las variables macroeconómicas, el stock de deuda del sector privado no financiero en términos del PBI pasó de representar un porcentaje de aproximadamente el 15% del PBI en 2001 a cerca del 46% en 2002, estimándose que el stock de deuda corporativa al momento de la crisis alcanzaba un monto equivalente a USD 46.000 millones. De ese stock de deuda un porcentaje muy significativo era con acreedores del exterior -casi el 68%- , y un porcentaje mayor al 90% era en dólares estadounidenses. A su vez, el endeudamiento en moneda extranjera dominaba tanto en las empresas orientadas a los mercados externos como en aquéllas que prestaban servicios o bienes no transables y tenían en consecuencia sus ingresos en pesos. Como era de esperar, las compañías exportadoras son las que más rápido han podido avanzar en el proceso de reestructuración, mientras que las compañías de servicios públicos representan casi el 64% de la deuda pendiente de resolución. Si bien la pesificación de las deudas significó un alivio para los pequeños deudores que tenían sus deudas contraídas bajo ley argentina, la pesificación no resolvió la mayor parte de la deuda de las compañías medianas y grandes, dado que en su mayoría éstas tenían obligaciones regidas bajo ley y jurisdicción extranjera.³

Como resultado de ello, la casi totalidad de las empresas argentinas enfrentaron una restricción de crédito sin precedentes y tuvieron que adecuar sus estructuras de capital. A casi tres años del inicio de la crisis económica aún una parte importante de la deuda de las empresas – aproximadamente el 45%- sigue en situación irregular.⁴

grupo de investigadores del Centro para la Estabilidad Financiera (CEF). La Parte IV, en especial la referida a los APEs, es también producto de muchas reflexiones y de la tarea profesional desarrollada en la firma, *Nicholson y Cano. Abogados*, por lo que va mi reconocimiento especial a todos ellos y muy especialmente al Dr. Luis Bullrich, un *practitioner* del derecho de quiebras. Además de su apoyo, esa sección recoge muchas ideas y discusiones con el Dr. Juan A. Anich para quien tengo una enorme deuda intelectual en las discusiones de algunos puntos que hacen a la controvertida figura del APE. No quiero dejar de mencionar al Dr. Salvador Bergel, con quien he compartido tareas profesionales que también recogen experiencias conjuntas y que me ha enriquecido con su profundo conocimiento jurídico. A todos ellos vaya mi agradecimiento, y por supuesto la aclaración de que todo error es sólo del autor.

³ Datos del CEF, en Nota sobre Resolución de Deuda de Empresas, Septiembre de 2003.

⁴ De un trabajo realizado por Daniel Marx en base a una encuesta representativa de 60 compañías con más de Ds. 100 Millones de deuda y que totalizaban un total de deuda de Ds. 34 Billones se determinó que compañías que representan casi el 80% del stock de deuda – estimado en unos Ds 46 Billones- debieron realizar modificaciones en su estructura de endeudamiento. De las mismas del 61% del stock de deuda entró en situación irregular por incumplimiento en los servicios de intereses o capital. A la fecha de la encuesta – Mayo 2004-, estaría en situación normal el 55% de ese stock de deuda y el restante 45% aún continúa en situación no corriente. Ver

La falta de resolución de la deuda privada tiene efectos sobre las empresas, siendo la consecuencia más directa un menor nivel de inversión, y en consecuencia, un menor crecimiento económico. El efecto de la pérdida de inversión, se traslada a toda la economía, no sólo por la importancia de las empresas involucradas, que representan un alto porcentaje de la inversión del país, sino también por efecto de la incertidumbre que genera para la concreción de inversiones de largo plazo. Ello en razón de la incertidumbre que sobre los derechos de propiedad sobre la firma tiene una situación de insolvencia, lo cual inhibe a los accionistas a seguir arriesgando capital en la empresa, y muchas veces, hasta existen incentivos para desprenderse de activos argentinos como consecuencia de beneficios fiscales en su país de origen o simplemente venderlos y salir del “riesgo argentino” porque ello es valorado positivamente en el mercado de capitales, como es el caso cuando las acciones de una controlante de una subsidiaria argentina cotizan en los mercados internacionales.⁵

Un reciente trabajo del CEF ha confirmado esta hipótesis y ha cuantificado los efectos que tiene la falta de resolución de la deuda de las empresas sobre la economía Argentina.⁶ El mayor impacto que tiene la deuda corporativa sobre las variables macroeconómicas es su efecto negativo sobre la inversión. La caída anual en la inversión privada por efecto del *default* y de la falta de resolución de la deuda privada se ubicaría entre el 12% y el 13.2% por año en el caso de Argentina según este trabajo del CEF. Esta menor inversión generaría un efecto en el crecimiento económico de entre 1.5% a 2.1% puntos porcentuales de crecimiento del producto bruto interno anual, considerando que las empresas relevadas representan entre un 5% y un 10% de la inversión bruta interna fija, respectivamente. Finalmente, se estimó que el efecto anual sobre el empleo sería entre 77.000 a 110.000 puestos de trabajo que representan entre un 8% y 11% de la creación de nuevos empleos ó el 3.4% de la población desocupada. Como vemos, todos ellos son porcentajes muy significativos y cuantifican en forma clara y por primera vez los costos económicos incurridos por la demora en la resolución del problema de la deuda corporativa.

En comparación con otros casos de crisis sistémicas, el proceso de reestructuración de la deuda privada en Argentina ha exhibido una evolución más lenta, pese a las buenas condiciones macroeconómicas que han prevalecido con posterioridad a la crisis. Si bien se trata de un proceso privado, frente a una severa crisis sistémica, el Estado y los Gobiernos en general han desempeñado un papel activo en la promoción de reformas legales y regulatorias que propicien incentivos adecuados, tal como ha ocurrido en experiencias comparables en otros países que atravesaron crisis similares. En las experiencias internacionales, los principales actores económicos, tanto del sector público como privado, pudieron coordinar en forma relativamente rápida un conjunto de acciones que, con mayor o menor efectividad, sirvieron para normalizar la situación creada en tiempos relativamente cortos. Este rol activo del Estado demuestra que la razón de la intervención es ciertamente los costos sociales que una crisis sistémica tienen en la economía de un país.

Análisis de deuda de compañías en Argentina, Daniel Marx, Mayo 2004, con la colaboración de Juan Bruno y Magdalena Paris.

⁵ Del trabajo de D. Marx antes citado se registraron cambios accionarios en más 16 compañías de las 33 objeto de la muestra.

⁶ CEF, Nota sobre los costos de la falta de resolución de la Deuda Privada, Junio 2004.

En efecto, unas pocas empresas insolventes constituyen un problema esencialmente privado que se debe resolver a través del uso de los mecanismos formales de insolvencia (leyes de concursos y quiebras de un país) y no requieren ni hace recomendables los “rescates” empresariales por razones que van desde los problemas de “*moral hazard*” (incentivos de los empresarios a recurrir al Estado ante crisis financieras) hasta problemas de corrupción política (como fue el otorgamiento de seguros de cambio en el pasado). Es por ello que en estos casos sólo se requiere hacer cumplir los procedimientos formales de quiebras. Las leyes de quiebras son necesarias para resolver los problemas de acción colectiva que emergen en las situaciones de insolvencia y que no se podrían resolver en forma eficiente a través de mecanismos de mercado, ya que habría una natural competencia entre los acreedores por apoderarse de los bienes del deudor en una forma socialmente ineficiente. Modernamente, los sistemas formales contemplan una opción de rehabilitación, en el cual los deudores son protegidos por un período limitado de tiempo a fin de que los acreedores opten entre la decisión de rehabilitación (concurso) y/o la liquidación de la empresa (quiebra). Esta decisión es relevante para saber si el valor de la empresa en marcha supera o no el valor en liquidación, ya que si ello no sucede, todas las partes estarán mejor liquidando los bienes y liberándolos para que ellos sean utilizados en otros proyectos económicos. En este marco, el único rol del Estado es asegurar que el sistema de insolvencia funcione correctamente o dicho de otra manera, que se minimicen los efectos redistributivos de riquezas entre acreedores y accionistas y se hagan cumplir estrictamente los contratos de financiamiento celebrados *ex – ante* entre acreedores, accionistas y empresa.

Sin embargo, en el caso de una crisis sistémica los costos del endeudamiento dejan de ser problemas del sector privado y éstos pasan a constituir un “costo social” que requiere de una actuación más activa del Estado por efecto de dos situaciones: los problemas del endeudamiento son causados principalmente por motivos “exógenos” a la empresa y su falta de resolución tienen efectos económicos que trascienden los intereses privados de los accionistas de la firma. Ambas situaciones llaman a una política activa para minimizar los “costos sociales” de la deuda.⁷

Llamativamente, siendo el caso argentino una de las crisis más graves, si bien se han registrado avances en el proceso de resolución del problema y se implementaron cambios legales, normativos y regulatorios importantes –siendo la regulación de los APE’s o *Acuerdos Preventivos Extrajudiciales* el más significativo- dichos cambios no han formado parte de una estrategia integral y coordinada, aún cuando muchas de ellas no requerirían de un proceso de implementación complejo y eran ciertamente beneficiosas para todas las partes involucradas.

El fracaso en implementar un conjunto de medidas coherentes e integral para la resolución de la deuda obedeció fundamentalmente a las flaquezas institucionales que siguen aquejando el normal funcionamiento de las instituciones del país. En efecto, la primera reacción ante la

⁷ En efecto, aun técnicos de organismos multilaterales como el FMI han reconocido en el pasado esta visión: “...a comprehensive debt restructuring framework involving the government is needed when corporate debt problems are widespread or have macroeconomic consequences, market failures inhibit the debt restructuring process, and banks are short of the capital an expertise needed to workout debt on a large scale”. Paper on Policy Análisis and Assessment of the International Monetary Fund (*Corporate Debt Restructuring in East Asia: Some Lessons from International Experience*. Mark R. Stone, Octubre 1998.

crisis fue la sanción de una norma (Ley 25.563) que lejos de servir a la solución del problema, sólo sirvió para empeorar la situación general y generar una mayor incertidumbre sobre el funcionamiento institucional del país y el nivel de seguridad jurídica. Esta norma contemplaba, además de las conocidas suspensiones de los pedidos de quiebra y de las ejecuciones judiciales, otras restricciones a los derechos contractuales que eran claramente exorbitantes, como por ejemplo las limitaciones a las ejecuciones de garantías que conllevaran el cambio de control de una empresa; la eliminación del denominado procedimiento de “*cramdown*” por el cual los acreedores podían realizar propuestas una vez vencido el período de exclusividad del deudor y causar la transferencia forzada de las acciones o la modificación la responsabilidad de los fiadores y codeudores. Esta reforma, que luego tuvo que ser prácticamente derogada por la Ley 25.589, una suerte de “contrarreforma” legal, tuvo el perverso efecto de condicionar y limitar toda posibilidad de implementar soluciones legislativas más efectivas y es un claro ejemplo de cómo el mal funcionamiento institucional del país termina afectando la calidad de las soluciones y herramientas económicas y jurídicas que -instrumentadas adecuadamente- pueden ser de gran utilidad para promover el desarrollo del país.

Entre las reformas más importantes que introdujo la segunda reforma a la Ley de Concursos y Quiebras (Ley 25.563), además de reestablecer en forma mejorada el instituto del “*cramdown*” y regular el verdadero “*cramdown power*” - esto es la facultad del juez de imponer un acuerdo o regular con mayor claridad el procedimiento de voto en el caso de los valores negociables emitidos en serie- fue la introducción del Acuerdo Preventivo Extrajudicial. Esta suerte de símil del “*prepackage bankruptcy*” americano, ha constituido la principal herramienta jurídica para la resolución de la crisis de la deuda corporativa y la herramienta legal más usada en los procesos de reestructuración de deuda.⁸

PARTE II EL ENFOQUE FINANCIERO DE LA INSOLVENCIA

Una parte importante de la literatura legal contemporánea –al igual que muchas de las recomendaciones de agencias multilaterales como el Banco Mundial o el FMI - esta basada en el análisis económico del derecho de insolvencia.⁹ A fin de discutir esta perspectiva es que en esta Parte II haremos un repaso de las principales contribuciones que el enfoque financiero de la insolvencia nos da a la hora de diseñar regulaciones legales.

Una forma de comenzar el análisis del enfoque financiero de la insolvencia es por la conocida teoría de la agencia. Esta teoría es la más adecuada para describir la problemática del conflicto

⁸ Conforme la encuesta citada realizada por Daniel Marx, más del 40% de la deuda analizada se reestructuró o se proponía reestructurar mediante un APE, correspondiendo el 21% a canjes de mercado, el 15,5% a acuerdos totalmente privados y quedando por definirse un 22%. Es de esperar que el porcentaje de utilización de los APes siga creciendo a medida que se siga avanzando en la forma de instrumentación de la deuda pendiente de resolución.

⁹ El primer trabajo clásico sobre un enfoque económico de la insolvencia es el de Thomas H. Jakson, *The logic and limits of Bankruptcy Law*, Harvard University Press, 1986.

permanente que subyace entre el acreedor y el deudor.¹⁰ A diferencia de los accionistas que tienen un derecho contingente, es decir que dependen de que el flujo de fondos alcance para pagar a los demás factores de producción, los prestamistas tienen “derechos fijos”, en el sentido que su retribución está calculada *ex-ante*, y si la firma no cumple con ella, los acreedores tienen derecho a iniciar acciones judiciales contra la firma, bloquear sus activos y embargar sus fondos, e incluso, pedir su quiebra.

Al existir deuda, el derecho contingente de los accionistas deviene más riesgoso. Este mayor riesgo deriva del hecho de la mayor variabilidad de las tasas esperadas de retorno que asumen los accionistas cuando aumenta la deuda.¹¹ En particular, en situación de insolvencia, el deudor se verá tentado a abandonar los criterios de inversión, financiación y producción que tengan por objeto maximizar el valor de la firma (ej. encarar todos los proyectos que adecuadamente descontados al costo de capital de la firma tengan una valor presente positivo) y seguir aquellos que beneficie a los accionistas a costa de los acreedores.

Interesa aquí resaltar cuál es la naturaleza esencial del conflicto entre accionistas y acreedores, y dónde el mismo adquiere su tensión máxima en el modelo corporativo: cuando ocurre la insolvencia financiera.¹² En efecto, el mayor peligro que asumen los acreedores es que los accionistas ejerzan su derecho de no pagar, derecho que surge del principio de responsabilidad limitada de la sociedad anónima. Por definición, este derecho (especie de opción de venta que tienen los accionistas contra los acreedores con los activos de la firma) será ejercido toda vez

¹⁰ Jensen, Michel y Meckling, William; “The Theory of the firm: *Managerial Behavior, agency cost and ownership structure*”, Journal of Finance Economics, 305, 1976.

¹¹ Un ejemplo dado por Merton h. Miller, en *Leverage, en Corporate Bankruptcy, Economic and Legal Perspectives*, Edited by Jagdeep S. Bhandari y Lawrence A. Weiss, Cambridge University Press, 1996, Capítulo I, pág. 4, es suficientemente gráfico del efecto del endeudamiento o mayor *leverage* de la firma: suponga una compañía que tiene un ratio deuda/capital igual a 1 y que obtiene un retorno de sus activos igual al 20%, debiendo pagar un 10% a los tenedores de la deuda, y que por lo tanto tiene un retorno sobre el capital igual al 30% (imagine una estructura de capital 50 y 50, con activos a valor de mercado que tienen una rentabilidad de 20, los que se distribuyen en 5 a los acreedores y 15 a los accionistas). Suponga ahora que el retorno de la firma cae un 25%, pasando a ser igual al 15 %. En este caso, la rentabilidad de los accionistas cae en un porcentaje mayor al 25%, actualmente, cae en un 33,33% (pasando de un 30% a un 20%).

¹² Un ejemplo pondrá claridad a la naturaleza del conflicto. Supongamos que el valor nominal de la deuda de la firma es superior al valor de mercado de la totalidad de activos de la misma. Como dijimos antes, es evidente que el valor de mercado de dicha firma será inferior a su deuda y que las acciones tendrán un valor de mercado que se aproximará a cero. Ahora bien, supongamos que el directorio de la firma presenta a los accionistas dos proyectos, de los cuales sólo puede seguirse uno de ellos, ya que en él se van a gastar las últimas disponibilidades de tesorería de la firma: el primero consiste en un negocio que, correctamente valuado conforme el criterio de valor actual de los flujos de fondos descontados, tiene un valor actual neto positivo de \$ 100; el segundo consiste en un proyecto altamente riesgoso, que descontado a los valores actuales tiene un valor actual negativo (es decir que no debería seguirse ya que disminuye el valor de la firma), pero que tiene una posibilidad de un 10% de resultar en una ganancia extraordinaria de \$ 1 Millón. Los accionistas analizan ambos proyectos y descubren que, aun cuando el primero debería ser seguido, el mismo no alcanza para pagar todas las deudas de la firma a su vencimiento aunque resulte exitoso, y si bien, aumenta el valor de mercado de los activos de la empresa y por lo tanto cubre en mayor cantidad la deuda con sus acreedores, al momento de finalizar el proyecto los accionistas seguirán en la misma situación que ahora: sus acciones no valdrán casi nada. Por lo tanto deciden, arriesgarse a tomar el segundo proyecto, ya que en definitiva, prefieren arriesgar a “todo o nada” a cambio de poder recuperar algo. Esta decisión es tomada claramente a expensas de los acreedores, y revela cómo en situaciones de insolvencia, los intereses de accionistas y acreedores difieren en forma substancial. Como se dice en el clásico libro de Brealey y Myers, *Fundamentos de Financiación Empresarial*, Ediciones Mc. Graw Hill, Cuarta Edición, pág. 532 al tratar este tema, “*en momentos de insolvencia financiera los propietarios de los títulos de la empresa (de deuda y acciones) son como algunos partidos políticos: unidos en los grandes temas, pero amenazados con pelearse por cualquier cuestión específica*”.

que el valor de mercado de los activos de la firma sea menor al total nominal de los pasivos de ella (lo que implica tener un capital negativo).¹³

En palabras de Merton Miller, al momento de la quiebra, la opción ha expirado y ha dejado de tener valor. Los acreedores son ahora los nuevos accionistas y el retorno de sus créditos originales vendrá dado por el valor de la firma que queda en la compañía.¹⁴ Sin embargo, no toda empresa que se encuentra en insolvencia financiera se presenta en forma inmediata en quiebra. Por el contrario, ésta puede sobrevivir un buen tiempo en insolvencia, ya sea pagando sólo los intereses de la deuda y refinanciando parte de la misma, quedando así los accionistas a la espera de un “golpe de suerte” que les permita salir de sus problemas. Este aspecto dinámico es esencial porque un sistema legal que permita al deudor “demorar” el ejercicio de los derechos de los acreedores acrecienta en forma importante el valor de la opción implícita que tienen los accionistas!. En efecto, los titulares de una clase inferior en la prioridad de cobro, como son los accionistas ordinarios, serán proclives a demorar una liquidación en quiebra debido a que ellos poco podrán recobrar y en consecuencia tienen incentivos a continuar en el negocio aún cuando la firma sea insolvente.

Los accionistas de firmas endeudadas ganan cuando el riesgo económico de los proyectos aumenta y sus administradores preferirán seguir éstos aún cuando tengan un valor actual negativo para la firma y, en consecuencia, tengan el efecto de empeorar la situación de insolvencia de la misma. En el modelo de una estructura de propiedad concentrada *vis a vis* el modelo de capital disperso americano, la tensión entre accionistas y acreedores es máxima, ya que los administradores no podrán actuar como “árbitros” entre los intereses de unos y otros, sino que estarán claramente subordinados a los intereses de los accionistas.¹⁵

Si bien los acreedores no participan en el gobierno de la firma, ni en la forma en que ésta se debe administrar y controlar en el día a día los negocios de la firma, el poder de éstos aumenta cuando la firma entra en incumplimiento de sus obligaciones. En estos casos no es extraño que un comité de acreedores participe en el directorio de la sociedad o que muchas de las decisiones de la misma requieran el consentimiento de los acreedores. *In extremis*, en caso de

¹³ En este escenario, si se liquidaran los activos de la empresa, los accionistas no tendrían nada que recibir (ni siquiera los acreedores recibirían el cien por cien de lo que se les debe), y dado que por definición, éstos tienen el derecho de presentarse en quiebra y entregar los activos a los acreedores a fin de que éstos se liquiden y distribuyan entre los acreedores conforme el orden de prioridad de sus derechos y los privilegios legales, el efecto económica de ello es similar al ejercicio de una opción de venta de los activos de la firma por parte de los accionistas contra los acreedores a un precio de ejercicio igual al valor nominal de la deuda, siendo dicha diferencia, un beneficio que obtienen los accionistas por contar con el privilegio legal de la limitación de su responsabilidad.

¹⁴ Merton Miller, ob. cit., pág. 6.

¹⁵ Dado que los acreedores están plenamente conscientes de estos riesgos, en este modelo corporativo los conflictos con los acreedores se mitigan vía la constitución de derechos de garantía reales sobre los bienes de la firma en beneficio de los prestamistas (que les garantiza el derecho de cobrarse del producido de su venta en caso de incumplimiento) y vía la creación de dispositivos que tengan por efecto alinear los intereses de los accionistas (como principales) con la sociedad (como agente), vía el otorgamiento de garantías personales de los socios, a fin de incentivarlos a que éstos no tomen decisiones del tipo “salto al vacío” jugando a expensas de los tenedores de la deuda. Ver mi obra Aspectos Legales de las Finanzas Corporativas, Ed. Dykinson, Madrid, Cap.III, 2. Accionariado y Propiedad: Modelos de Propiedad para un análisis de las situaciones de conflicto entre acreedores y accionistas en los distintos modelos de propiedad.

quiebra, el control de la firma pasa, vía los mecanismos de las leyes de quiebra, a poder de los acreedores y del juez de la quiebra y desplaza el poder de los accionistas.

Esa solución no es extraña, ya que cuando los accionistas han perdido todo, los que tienen un derecho residual al flujo de fondo de la firma son los acreedores. Antes de entrar en quiebra, muchas legislaciones permiten a la firma cierta protección legal bajo la forma de un plan de reorganización que los accionistas tienen que presentar en un plazo máximo legal (generalmente 120 días de la fecha de inicio de dicha reorganización) que luego debe ser aceptado por los acreedores. Si este no es aceptado, los acreedores tienen entonces la posibilidad de tomar el control de la firma, aún cuando los accionistas no lo acepten, ya que las leyes otorgan a los jueces de la quiebra el poder de imponer dicho plan cuando es aceptado por una mayoría determinada de acreedores (*cram down power*).

Eso es lo que de una forma u otra establecen los procedimientos de quiebra. Mientras dichos procedimientos acudan con mayor rapidez y eficiencia a proteger a los acreedores, como nuevos tenedores residuales del riesgo de la firma, mayor será la posibilidad que la firma crezca en base al capital aportado por los tenedores de deuda. La doctrina del respecto absoluto de las prioridades pactadas *ex-ante* es vista así como el sistema de quiebra más eficiente (*absolute priority rule doctrine*) y los sistemas formales de insolvencia sólo constituyen un mecanismo procedimental para hacer cumplir los contratos de financiamiento de la firma.¹⁶

La perspectiva que ofrece este enfoque tiene implicancias directas respecto de la responsabilidad de los directores y el *management* en el caso de una empresa insolvente. Esto es, como su deber fiduciario de diligencia y lealtad deja de ser hacia los accionistas y pasa ahora en primer lugar a los acreedores. En un fallo (“Credit Lyonnais Bank Nederland, N.V. v. Pathe Communicastions Corp”; nro.55, Del.Ch.1991) citado por Ronald J.Gilson y Bernard S. Black,¹⁷ la corte apeló a este enfoque para decidir sobre las responsabilidades fiduciarias del directorio y decir que en el caso de una firma cuya situación es cercana a la quiebra, el directorio debe tomar decisiones tendientes a maximizar el precio de la firma como un todo, en vez de la de las acciones. Asimismo, una jurisprudencia reiterada ha establecido que los directores de una corporación insolvente deben actuar como *trustees* de los bienes corporativos en beneficio de los acreedores primero y de los accionistas luego.¹⁸ Ello es coherente con el enfoque financiero de que en caso de insolvencia, los que tienen un derecho residual son los acreedores y es a ellos a quienes ahora los administradores deben sus deberes fiduciarios. La diferencia del estándar legal es significativa: en una situación ordinaria los derechos de los acreedores son eminentemente contractuales y ellos sólo tienen los derechos que se hayan estipulado en los contratos de deuda. Por el contrario, los deberes fiduciarios crean un deber especial para con los acreedores de una empresa insolvente.

¹⁶ Dicha doctrina establece que en una reorganización los titulares *senior* deben ser pagados en su totalidad antes que los acreedores *juniors* reciban algo.

¹⁷ The Law and Finance of Corporate Acquisitions, The Foundation Press, Inc. 1995, pág. 247.

¹⁸ Un análisis de esta jurisprudencia puede verse en The Business Judgment Rule, Fiduciary Duties of Corporate Directors, de Dennis J.Block; Nancy E.Barton y Stephen A. Radin, Fifth Edition, Volume I, Pág.596 y siguientes.

Existe consenso entre economistas y abogados que en el caso de insolvencia es eficiente la intervención del Estado vía el sometimiento de las partes a la Ley de Quiebras, dado que de otra forma los acreedores iniciarían una carrera alocada contra los activos de la firma y ello afectaría su valor como “empresa en marcha” y por ende, afecta al interés colectivo de todos los incumbentes de la firma. Como ha dicho Douglas G. Baird en un trabajo clásico¹⁹: “*In short, we may not desire a world without bankruptcy because the self-interest of creditors leads to a collective action problem, and a legal mechanism is needed to ensure that the self-interest of individuals does not run counter to the interest of the group*”. En efecto, la falta de coordinación de todos los acreedores como grupo hace que cada acreedor tenga incentivos a cobrar primero, y esta situación genera un dilema del tipo del “problema del prisionero” donde el resultado final para los acreedores es inferior al que hubieran obtenido de haber podido coordinar su acción.

Las conclusiones que emergen del análisis financiero de la insolvencia es claro: en la medida que los sistemas formales de insolvencia actúen en forma eficiente y rápida para resolver los problemas de la empresa y preservar el valor de sus activos mayor será la confianza de los acreedores y por lo tanto, el volumen y mejor costo del crédito. Esto no es más que la aplicación de otro postulado que cuenta con una abrumadora evidencia empírica y que sostiene que el mayor volumen de financiamiento disponible y su costo es una variable que está altamente condicionada y positivamente correlacionada con el nivel de protección legal que el sistema brinda a los proveedores de financiamiento externos de la firma.²⁰ Concretamente en el mercado de deuda este postulado predice que toda vez que se afecten los derechos del acreedor, disminuirá el monto de crédito disponible en la economía y aumentará su costo. Dos son los principales elementos a considerar: 1) los derechos del acreedor propiamente dichos (Ej. ejecutar garantías; ser oídos en los procesos de reestructuración, respetar estrictamente el orden de prioridades pactado; derecho de información; etc.) y el “*enforcement*” del contrato de deuda (eficiencia del sistema judicial; respeto por la ley aplicable; eliminación de la corrupción; disminución del riesgo expropiatorio; repudio de contratos privados; transparencia del sistema informativo contable; etc.).²¹

La pieza fundamental del enfoque del modelo normativo de negociación en la quiebra es que los derechos y créditos concursales únicamente pueden ser afectados sólo en la medida que sea necesario para maximizar la distribución neta de activos a los acreedores como grupo, pero nunca para cumplir fines redistributivos. Esto es, el procedimiento de quiebra y en general los sistemas formales de insolvencia, son institutos esencialmente procedimentales, cuyo objetivo es hacer cumplir los contratos de financiamiento previos y no tiene efectos substantivos. Asimismo, las leyes de quiebras establecen procedimientos que habilitan la opción rehabilitación / liquidación. En alguna medida, la rehabilitación (concurso preventivo) es una

¹⁹ A world without bankruptcy, en 50 Law and Contemporary Problems, 173, 1987, reproducido en Corporate Bankruptcy, Economic and Legal Perspectives, ob.cit. pág. 29 y siguientes.

²⁰ Trabajos empíricos en Argentina muestran que las Provincias que tienen un sistema legal más efectivo disponen de mercados de crédito más desarrollados. The Importance of an Effective legal System for Credit Markets: The Case of Argentina, Por Marcela Cristini, Ramiro Moya, Andrew Powell, Febrero de 2001.

²¹ Para una discusión más amplia ver dos trabajos clásicos en el tema: Law and Finance y Legal Determinants of External Finance; Working papers N° 5661 y 5879 respectivamente, del National Bureau of Economic research de Rafael La Porta; Florencio Lopez-de-Silanes; Andrei Shleifer y Robert W. Vishny.

especie de liquidación donde la empresa es vendida a los acreedores / accionistas mediante la entrega de nuevos derechos a los proveedores de capital. Finalmente, la opción de rehabilitación es la adecuada cuando se cumplen dos condiciones: el valor de la empresa en marcha es mayor que su valor de liquidación; y las perspectivas del deudor son mejores en el largo plazo que en el corto.

Estas son, en general, las ideas económicas que subyacen en las propuestas de mejorar la eficiencia de los sistemas formales de insolvencia. Es interesante indagar si estos principios rigen en todo momento, en especial en el caso de una crisis sistémica?

Cuando la causa de la insolvencia obedece a factores que escapan al control de los accionistas, como ocurre en el caso de crisis sistémicas, no siempre es eficiente seguir un orden estricto de las prioridades entre los financiadores de la empresa como el que predice la doctrina económica de la insolvencia, porque ello castigaría excesivamente a los proveedores de financiamiento permanente (accionistas). En efecto, así como es económicamente eficiente alocar todos los riesgos de insolvencia a los accionistas cuando éstos pueden monitorear y administrar tales riesgos bajo su control de manera eficiente (Ej. riesgos operativos y de *leverage*), los riesgos que obedecen a un “desastre común”, son mejor soportados en base a una regla de “*risk sharing*”. Bajo este enfoque, los riesgos de una pérdida que sean atribuibles a causa de un “desastre común” serían mejor soportados en base a una regla de distribución de las pérdidas.²² Se ha dicho que en algún sentido estos *claimants* son como víctimas de una inundación, en cuyo caso, las pérdidas deberían ser repartidas en modo equitativo.²³ Es cierto que esta proposición debería probar que si esa fuese la solución más eficiente, los contratos de deuda debería incluir un cláusula de “desastre común”, y la pregunta que surge es porque no lo incluye?. Una respuesta plausible es los altos costos de contratación que importaría este tipo de negociación. En efecto, los deudores podrían confiar en la implícita protección de las leyes que regulan sobre la imprevisión y caso fortuito que en algún modo eximen a los contratantes de negociar un “contrato completo”, ya que no es lógico pactar los supuestos de probabilidades remotas.

En adición a ello, parece lógico admitir que la reasignación inmediata de los derechos de propiedad efectuada en el marco de una crisis no es siempre recomendable ya que los parámetros de referencia suelen estar “contaminados” por las alteraciones exógenas que causó la crisis. Supongamos el caso de un empresa que tenía una ratio de deuda conservador 1:1 previo a la crisis y que por tener su deuda en moneda extranjera pasó a tener un ratio de 3:1 y mantuvo sus activos sin cambios: esa empresa pasó a perder la totalidad de su capital, ya que si previamente tenía activos totales por valor de 2, ahora tiene un patrimonio neto negativo por 1. Si los acreedores tuvieran la posibilidad de ejecutar inmediatamente sus derechos, dicha empresa pasaría automáticamente a los acreedores, y los accionistas perderían toda su inversión en el capital más cualquier otra inversión intangible. Si el valor del tipo de cambio está totalmente desalineado, este tipo de situaciones podría no ser la más deseable. Ello hace

²² Esta conceptualización fue por primera vez efectuada por R. Scott, en “*A Relational Theory of Secured Financing*”, 86 Columbia Law Review 901, y 967-8 (1986) y luego expandida en “*Through Bankruptcy with the Creditor’s Bargain Heuristic*”, 53 University of Chicago Law Review 690, 700-7 (1986).

²³ Ver para una discusión detallada Thomas H. Jackson; y Robert E. Scott; *On the nature of bankruptcy: An essay on bankruptcy sharing and the creditor’s bargain*. 75 Virginia Law Review, 155-204 (1989).

que en el marco de este tipo de crisis sea a veces recomendable relajar ciertas normas contables o suspender normas legales (ej. Decreto 1269/2002, que estableció la suspensión del Inc. 5) del Art.94 y 206 de la Ley de Sociedades que establece como causal de disolución la pérdida del capital social) para promover soluciones de mercado y negociadas que incentiven a las partes a distribuir equitativamente las pérdidas en base a parámetros para la discusión del valor de la compañía, -incluyendo tipo de cambio, tasas de interés y de comportamiento de variables-, que correspondan a una situación que se estime como normalizada.

Todas estas acciones deberían ser transitorias o durar lo que dure la crisis, ya que en el largo plazo la racionalidad de los postulados del enfoque económico vuelven a dominar.

PARTE III LOS SISTEMAS INFORMALES DE INSOLVENCIA

Las soluciones tradicionales previstas en la legislación de quiebras (sistemas formales) para enfrentar los problemas del endeudamiento empresario (negociación privada, concurso, quiebra) no resultan eficientes frente a una crisis sistémica. Ello porque la resolución de estos problemas mediante los sistemas formales resultarían largos, costosos y burocráticos, en gran parte porque los tribunales no están preparados para actuar y resolver un avalancha de empresas en crisis, y de ser esta la única opción posible para las empresas, habría una pérdida de valor importante. Además, los deudores y acreedores carecen de los incentivos legales, regulatorios o impositivos para llevar a cabo una negociación extrajudicial rápida en la que cada parte reconozca sus pérdidas y acuerde la forma de compartir los efectos de la crisis lo que haría más difícil las soluciones privadas negociadas (*workouts*) y más tentadora la opción del mecanismo formal de insolvencia. La experiencia internacional en casos de crisis sistémica demuestra que el marco jurídico debe ser mejorado para inducir reestructuraciones fuera de los procedimientos formales de reorganización y de quiebra.²⁴

Es por ello que la opción de la utilización y formalización de mecanismos informales de insolvencia aparece como la opción más adecuada para canalizar muchos de los casos para la resolución de la deuda privada ante una crisis sistémica.²⁵

Fundamentalmente, existen dos enfoques de sistemas informales de insolvencia: las que se basan en códigos informales y en soluciones enteramente contractuales o “de mercado”, como el *London Approach* y las que han establecido un marco más formal de negociación privada, como es la reciente experiencia asiática y Turquía. En su versión más puramente informal -por ejemplo, el *London Approach*, promovido por el Banco de Inglaterra en base a su poder moral de persuasión sobre las entidades financieras de ese país-, depende con exclusividad de

²⁴ Banco Mundial, Principios y Líneas Rectoras para Sistemas Eficientes de Insolvencia y de Derechos de los Acreedores, Ver Anexo II: Insolvencia y Crisis Sistémica. Abril 2001.

²⁵ Comparados con el concurso preventivo, estos mecanismos son: (a) más rápidos; (b) menos costosos en términos de gastos y honorarios profesionales; (c) más predecibles; (d) menos destructivos de valor; (e) más discretos; (f) más flexibles en cuanto permiten seleccionar para la negociación a los acreedores con quienes es realmente necesario acordar para dar solución a la crisis o a la insolvencia; y (g) menos riesgosos para los accionistas y para los acreedores. En suma, más eficientes en términos económicos y del interés general.

la voluntad de las partes. En muchas ocasiones, las partes no tienen los incentivos adecuados para negociar de buena fe debido a los ya conocidos problemas de acción colectiva e información asimétrica entre ellas. Pero cuando se establece algún estímulo –legal y/o regulatorio–, es usual referirse a estos mecanismos como sistemas informales de insolvencia, que conforme a la experiencia internacional se encuentran en mayor o menor medida regulados o autorregulados sobre la base de normas públicas o privadas. Variaciones de esa metodología se desarrollaron, con mayor o menor intervención estatal, con mayor o menor éxito también según los casos, en Tailandia, Malasia, Indonesia, Corea y México así como, más recientemente, Turquía.

Pasamos a comentar los aspectos más relevantes de la experiencia internacional:

El London Approach. Uno de los enfoques más conocidos –aunque no el único– es el denominado *London Approach*, denominación que ha dado en llamarse en el Reino Unido a la solución de un “*workout*” corporativo con la finalidad de lograr la rehabilitación o reestructuración de una compañía, cuyo proceso se desarrolla fuera de los confines de la ley de quiebras.

Dado que se trata de un procedimiento que implica evitar los costos asociados a los procesos legales de quiebras, el mismo ofrece a los acreedores la ventaja de mayores rendimientos que reorganizaciones en el marco de una corte judicial. Distintos estudios han demostrado que los ahorros en costos son substanciales para favorecer este tipo de procesos en relación a las soluciones concursales típicas.²⁶

Antes de los 80’ no existía en el Reino Unido un marco adecuado para reorganizar empresas en estado de insolvencia fuera de los remedios legales habituales. Sin embargo, el *Bank of England*, siguiendo una tradición de involucrarse en reestructuraciones industriales y guiado por el deseo de limitar las repercusiones negativas que la recesión económica de fines de los 80’ trajo a las empresas y bancos de Inglaterra, tomó el liderazgo en desarrollar un conjunto de principios para reestructuraciones corporativas que luego se denominó como “*London Approach*”.²⁷ El interés del Banco Central de Inglaterra en los procesos de “*workout*” está íntimamente ligado a su responsabilidad de mantener la estabilidad financiera del sistema bancario y en promover un marco coherente para la rehabilitación de firmas con problemas financieros evitando la liquidación de compañías solventes por problemas financieros de corto plazo; la minimización de las pérdidas de los bancos como acreedores y de los efectos negativos sobre el sistema económico.

Se trata de un código informal de prácticas usadas en este tipo de procesos que fueron ampliamente aceptada en el mundo empresario y bancario del Reino Unido desde entonces. Los rasgos salientes de este enfoque son esencialmente los siguientes: 1.- La predisposición de los principales acreedores a considerar en primer lugar una resolución no judicial de las dificultades financieras del deudor; 2.- Como contrapartida de esta posición, la designación de

²⁶ *Corporate workouts, the London approach and financial stability*, por Peter Brierley y Gertjan Vlieghe, en *Financial Stability Review*, Noviembre 1999.

²⁷ Leigh-Pemberton, R, “Corporate Finance, banking relationships and the London Rules”, *Bank of England Quarterly Bulletin*, Noviembre 1990.

una firma evaluadora independiente para analizar la viabilidad financiera de largo plazo de la compañía; 3.- La declaración de un *standstill* o período de espera suficiente para preservar la confianza de los proveedores y clientes de la firma; 4.- Basados en la evaluación del experto independiente, el trabajo conjunto de los acreedores para tener una visión común sobre los términos en los cuales la compañía es viable y merecedora del apoyo de los acreedores, a cuyo fin un comité de acreedores de designado a tal efecto; 5.- El análisis de la necesidad de dar apoyo financiero suplementario a la firma durante este período, en cuyo caso el mismo es facilitado por los acreedores a *pro rata* de sus participaciones en base a un derecho de prioridad y privilegio de las nuevas facilidades crediticias; 6.- El reconocimiento de las prioridades existentes entre los diversos grupos de acreedores y la aceptación de la asunción de las pérdidas en base equitativa entre los diversos grupos de acreedores; 7.- Acuerdo sobre un nuevo plan de negocios a ser implementado por la compañía, y nuevos apoyos financieros de largo plazo condicionados al cumplimiento estricto de dicho plan, el que puede involucrar cambios de *management*; venta de activos e incluso el *takeover* de la compañía por parte de nuevos accionistas.

Aunque la mayor estabilidad macroeconómica de los 90' hizo que el recurso a este tipo de solución haya sido más esporádico, la industria bancaria del Reino Unido a continuando discutiendo nuevos desarrollos que permitan un perfeccionamiento de este enfoque, habiéndose propuesto – entre otras- la adopción de un procedimiento más formal para la adopción de un plazo predeterminado de moratoria y de las mayorías necesarias para aprobarlo.

La experiencia Asiática. La crisis asiática de los años 90' constituye otro de los ejemplos más recientes y adecuados para el tratamiento de crisis financieras sistémicas.²⁸ A diferencia del enfoque seguido en el Reino Unido, la experiencia existente tras la crisis financiera asiática se basó principalmente en establecer ciertas reglas de juego más formales, donde se crea un marco apropiado para la negociación contractual privada. Así distintos países de la región implementaron distintas versiones de “soluciones de mercado” a la crisis de insolvencia sistémica.

a) Indonesia: El gobierno de Indonesia, lanzó la llamada “*Jakarta Initiative*” para promover el *workout* de las compañías con problemas y al mismo tiempo, creó varias instituciones para apoyar el programa de *workout*. La Jakarta Initiative fue formulada para facilitar negociaciones comerciales entre acreedores y deudores fuera de la corte, en base a un criterio de eficiencia. Las principales funciones la Jakarta Initiative Task Force (JITF) son: 1) facilitar las negociaciones, 2) presentar casos de “interés público” a la corte bajo la Ley de Quiebra, y 3) proveer un punto de referencia central para obtener la aprobación gubernamental necesaria para la implementación del plan de reestructuración. La *Indonesian Debt Restructuring Agency* (INDRA), que se ocupa los casos de compañías no financieras, se ha concentrado en la negociación y cancelación de deudas del extranjero. La *Indonesian Bank Restructuring Agency* (IBRA) es una compañía pública establecida bajo Decreto Presidencial N° 27 del año 1998, cuya función principal es manejar y apoyar la reestructuración del sector bancario

²⁸ Ver OECD; “*Asian Insolvency regimes from a comparative perspective: problems and issues for reform*”; by Il Chong Nam and Soogeun Oh.

mediante la inyección de fondos públicos para la transferencia de préstamos *non-performing* y para su recapitalización.

De acuerdo con la Jakarta Initiative, los acreedores forman un comité de acreedores y realizan un acuerdo preliminar en asuntos tales como *standstill*, *interim financing* y *corporate disclosure*. Mientras tanto, los deudores preparan un plan de negociación y una propuesta de reestructuración corporativa a ser presentada al comité acreedor. Los asesores del comité de acreedores, independientes de los deudores, evalúan la compañía y presentan un informe al comité. El comité de acreedores negocia con los deudores la propuesta de reestructuración corporativa. La aprobación final del plan por parte del comité requiere que el voto de los acreedores y el número de votos de consentimiento lleguen al nivel de requisito. Sin la aprobación del comité de acreedores o consentimiento de los acreedores, la compañía entra en procedimiento de quiebra u otro procedimiento. Debe destacarse que la Jakarta Initiative es un procedimiento de insolvencia informal, pero puede convertirse en un procedimiento formal. La unanimidad entre todos los acreedores es engañosa en la práctica, dado que la Ley de Quiebra, recientemente enmendada, permite el acceso al Tribunal Comercial para la aprobación del plan pre-negociado con el fin de hacerlo obligatorio a todos los acreedores. Más de 250 casos de *workout* han sido registrados para reestructurar deudas corporativas a través de la JITF.

b) Malasia: En Malasia, el *workout* informal fue aplicado a prestatarios corporativos que tuvieron una buena relación con sus financistas y son considerados por éstos como responsables. A aquellas firmas que no tenían tal reputación, les fueron inmediatamente aplicados procedimientos de quiebra formales. Con el fin de inducir a una resolución más eficiente de los fracasos corporativos, el gobierno de Malasia creó tres grandes instituciones. En primer lugar el Corporate Debt Restructuring Committee (CDRC) que fue inaugurado en julio de 1998 para proveer una plataforma tanto a prestatarios como acreedores para solucionar los problemas de deuda de acuerdo al mutuo interés de las partes. Esto es para asegurar que los negocios viables continúen teniendo acceso a la financiación.

El objetivo principal del CDRC es minimizar las pérdidas de los acreedores, accionistas y otros tenedores facilitando procedimientos coordinados voluntarios para preservar un negocio viable y para diseñar e implementar un marco laboral comprensible para la reestructuración de la deuda. El proceso de *workout* se compone de cinco pasos: 1) reuniones iniciales de los deudores y acreedores para explorar la reestructuración de la deuda y obtener un acuerdo de espera temporario, 2) la formación de un comité de acreedores y la elección de un acreedor que lo presida, 3) si fuera necesario, la contratación de asesores, 4) revisión inicial de los asesores y sus recomendaciones sobre la viabilidad de las compañías en cuestión, y 5) la ejecución de planes de reestructuración con la aprobación de un acuerdo de espera formal de los acreedores.²⁹

²⁹ En Agosto de 1999, el CDRC había recibido 48 aplicaciones para la reestructuración de deudas por un monto total de RM 22.7 millones (billion). Dos planes de reestructuración habían sido aplicados hasta ese momento y 26 Comités de Acreedores habían sido formados para controlar los esfuerzos de reestructuración de los casos restantes.

En segundo lugar, se creó Danaharta bajo el Pengurusan Danaharta Nasional Bread Act de 1998 como una institución equivalente a la Resolution Trust Corporation (RTC) de los Estados Unidos. Danaharta compró y manejó préstamos adquiridos desde instituciones financieras por una suma de RM 21.7 mil millones (billion) en total.

Además de su autoridad legal para comprar créditos de instituciones financieras con el propósito de reestructurar, Danaharta ha sido dotada con la autoridad para manejar prestatarios corporativos mediante la contratación de Special Administrators (SAs) con el consentimiento del Oversight Committee. Danaharta tiene además el poder de imponer una moratoria de 12 meses en todas las demandas para permitir a los SAs llevar a cabo sus propuestas de reestructuración. Danaharta ha adoptado un *market-based approach* y mejores prácticas internacionales en sus operaciones con un énfasis en transparencia y la divulgación de información contable. Además, con el fin de asegurar la eficiencia y transparencia de la estructura interna de gobierno, el directorio de Danaharta, incluye dos directores no ejecutivos de la comunidad internacional.

Tercero, Danamodal Nasional Bread (en adelante Danamodal) fue creada en Agosto de 1998 como una subsidiaria totalmente controlada de Bank Negara Malaysia (banco central de Malaysia), para apoyar la recapitalización de bancos. Danamodal sirve como un vehículo intermedio de fundación para que los bancos cumplan con los requerimientos de adecuación de capital. Como accionista estratégico en los bancos recapitalizados, también a jugado un papel catalítico facilitando los procesos de consolidación y racionalización de los bancos.³⁰

c) Corea: Con anterioridad a la crisis, Corea no tenía programas de *workout* bien estructurados. En respuesta a una línea de grandes quiebras de conglomerados de negocios en 1997, las instituciones financieras formularon el Anti-bankruptcy Agreement y el Cooperative Loan Agreement, con el objetivo de desalentar el destructivo cobro de deuda por parte de los acreedores individuales. Sin embargo, estos acuerdos no fueron efectivos dado que su estructura interna de incentivos no estaba orientada a coordinar esfuerzos y la participación total de parte de todos los acreedores ni tampoco existía un claro criterio de toma de decisiones.

Después de la crisis, se diseñaron programas de *workout* más sofisticados, basados en los acuerdos realizados entre las instituciones financieras sobre reestructuración corporativa (Corporate Restructuring Agreements) firmados en Junio de 1998. El proceso de *workout* es iniciado cuando el banco principal de una compañía deudora convoca una reunión de instituciones acreedoras. Ante esta convocatoria, las instituciones acreedoras, suspenden sus demandas por hasta 4 meses. Durante este acuerdo de espera temporario, el due diligence es operado por un estudio contable para estimar el valor de la compañía para cada contingencia. Basado en esta estimación, se negocia un plan de *workout* en el consejo de acreedores. El plan, generalmente preparado por el banco principal, puede incluir una amplia gama de medidas de

³⁰ Para Agosto de 1999, Danamodal había inyectado unos RM 6.2 mil millones en diez instituciones bancarias, de los fondos recaudados de RM 11 mil millones (RM 3 millones del capital de BNM y RM 8 millones de la emisión de bonos). Para que los accionistas de bancos recapitalizados, recuperen sus títulos de propiedad, deben repagar a Danamodal el capital inyectado más un 12 por ciento de bonificación (premium) anual. Tan alta bonificación refleja la preocupación de la autoridad por del daño moral de los propietarios de los bancos y sus administradores.

reestructuración: renegociación y reestructuración de la deuda, financiación adicional, disolución de garantías de cross loan, debt equity conversión, venta de activos o unidades de negocio, e inyección de capital nuevo de inversores extranjeros, entre otro.

El plan debe ser aprobado por los acreedores que representen más del 75 por ciento de la deuda total de la compañía. Si los acreedores no pueden llegar a un acuerdo, el caso es presentado al Comité de Reestructuración Corporativa cuyo arbitrio será definitivo. Las instituciones financieras que infrinjan el Corporate Restructuring Agreement o el plan de *workout* aprobado pueden ser penalizadas por hasta la suma de 300 por ciento de sus demandas o 50 por ciento del monto en infracción.

Turquía. En Turquía, se puso en práctica un *workout program*, inicialmente para compañías grandes. Las firmas elegibles debían ser: a) potencialmente viables; b) con problemas de liquidez; y c) con deuda diversificada con el sistema financiero. El proceso comenzaba con un acuerdo entre acreedores, fundamentalmente bancos públicos y privados, por el cual las partes conformaban un comité representativo y se comprometían a no perseguir beneficios individuales en perjuicio del bienestar colectivo. El paso siguiente era la búsqueda de acuerdo con la compañía deudora. Este podía implicar un *standstill* temporario, el *due diligence* (con participación de asesores externos) para determinar la viabilidad de la compañía y la provisión de financiamiento para capital de trabajo (por ejemplo mediante préstamos del Banco Mundial). Las propuestas de reestructuración incluían extensión de vencimientos a mediano plazo, la capitalización de intereses, *debentures* convertibles, *swaps* de deuda por capital y aporte de dinero nuevo. Estas propuestas eran aprobadas con más del 75% de los acreedores, siendo necesario el arbitraje para los casos en que la aprobación se ubicara entre el 50 y el 75% de los acreedores.

En resumen, analizando la experiencia internacional se pueden extraer los siguientes elementos comunes:

- El proceso de resolución ha sido en general prolongado, pero las primeras medidas se tomaron a pocos meses de iniciada la crisis como parte de un plan comprensivo e integral para resolver el problema;
- Ante crisis sistémicas, el sistema judicial es desbordado en capacidad, haciendo menester el funcionamiento aceitado de mecanismos extrajudiciales donde los planes “pre- aprobados” son una de las principales herramientas;³¹
- El marco legal, impositivo y contable fue ajustado, en forma relativamente rápida, a las necesidades impuestas por el proceso de reestructuración a fin de incentivar los procesos de reestructuración;

³¹ Ver “Corporate Debt Restructuring in East Asia: Some Lessons form International Experience”, Mark R. Stone, Oct. 1998 “*Less than unanimous creditor approval of reorganization plans speeds debt restructuring. The restructuring process will be slowed if minority creditors threaten liquidation of the debtor to force majority creditors to buy them out of favourable terms. This coordination problem can be avoided by less than unanimous creditor approval of reorganizations plans, which can be enforced by government moral suasion as under the London Approach...or though bankruptcy proceedings.*”

- La resolución de la deuda corporativa avanzó en paralelo con el saneamiento del sistema financiero;
- Se formaron compañías de administración de activos (AMCs) para agilizar la reestructuración corporativa y bancaria, con distinto éxito: menos exitosas cuando quisieron utilizarse para coordinar reestructuraciones y más exitosas cuando tuvieron un objetivo limitado de vender activos;
- Se establecieron criterios objetivos de viabilidad de empresas, que se utilizaron a posteriori para determinar la continuidad o no de las mismas;
- Los acuerdos y el marco legal fueron razonablemente flexibles para adecuarse a las cambiantes condiciones de la economía y las empresas afectadas;
- Los acuerdos contemplaron diversas combinaciones de alargamiento de plazos, quitas de capital y reducciones de tasas de interés; y
- El Estado brindó distintos tipos de incentivos impositivos y regulatorios.

PARTE IV ASPECTOS LEGALES Y REGULATORIOS

Hemos visto que ha diferencia de otros países que atravesaron una situación de crisis sistémica, en Argentina se tomaron distintas medidas sin que las mismas lleguen a conformar un plan integral o consistente para aliviar el problema de la deuda privada. En nuestra opinión, esta carencia de gestión obedeció más a razones institucionales y a dificultades de coordinación de políticas públicas que a una deliberada estrategia de seguir un camino diferente al de países que tuvieron un problema similar.

Ahora bien, de los cambios legales introducidos merece resaltarse la reforma a la Ley de Concursos y Quiebras y la introducción de la figura de los “planes pre -cerrados” regulados actualmente bajo el instituto del Acuerdo Preventivo Extrajudicial o APE, la cual constituyó una de las pocas medidas significativas que se hicieron en la legislación concursal.

En relación con otros aspectos impositivos y regulatorios se han registrado pocos avances tendientes a facilitar el proceso de resolución de la deuda privada y – como hemos dicho antes- los mismos no son percibidos como parte de un enfoque integral sobre el tema. En particular, el BCRA ha dictado normas orientadas a fomentar el crédito al sector privado que también generan efectos positivos para las empresas que logran acuerdos de refinanciación de pasivos.

En similar sentido, aunque en menor medida, la reforma de la Ley de Impuesto a las Ganancias implementada en Octubre del 2003 que modificó la limitación en la deducción de los intereses pagados, flexibilizando las restricciones establecidas para la deducción de intereses pagados de la base imponible del impuesto a las ganancias, lo cual podría disminuir la carga tributaria para las empresas que reestructuraron sus deudas y/o se encuentran cumpliendo correctamente las mismas. Más recientemente se ha emitido una norma por parte la Comisión Nacional de Valores y la AFIP regulando los canjes de deuda.

El proceso de resolución de la deuda pendiente todavía se encuentra condicionado por la falta de definición de aspectos tributarios y legales que generan incertidumbre en cuanto a los costos reales de los acuerdos (ej. la incertidumbre sobre el costo de tasa de justicia en los APEs), por la falta de definición del marco regulatorio futuro de los servicios públicos y por el cambio en la composición de los acreedores. Se espera que los casos pendientes de resolución resultarán en tiempos más prolongados de negociación con riesgos adicionales derivados tanto de factores inherentes a las propias empresas como a los factores expuestos.

Acuerdos Preventivos Extrajudiciales

Vimos que la figura de los APEs ha sido el instituto más usado en los procesos de reestructuración de deuda, debido fundamentalmente a la posibilidad de que, usando mecanismos de mercado vía acuerdos de reestructuración con la mayoría de los acreedores, éstos se pueden extender al resto de los acreedores no participantes vía un procedimiento de homologación de naturaleza híbrida, con efectos similares al de un acuerdo concursal aprobado por un juez.

La reforma en la Ley de Concursos y Quiebras del instituto de los Acuerdos Preventivos Extrajudiciales -tal cual resulta en su versión actual según la Ley 25.589³²- ha derivado en un interesante debate sobre la naturaleza contractual o concursal de éstos acuerdos.³³ La primera

³² Debe mencionarse que en el mes de Diciembre del año 2003, el Senado de la Nación dio media sanción a un proyecto por el cual en los procesos de homologación judicial de los APE, y mientras dure la emergencia económica, las mayorías previstas en el artículo 73 de la Ley de Concursos y Quiebras deberán computarse convirtiendo los créditos en moneda extranjera de causa anterior a la declaración de emergencia económica que no hubieren sido pesificados, mediante la relación de \$1 por cada U\$S1 de crédito (o equivalente en otras monedas). Asimismo, para la aprobación de los acuerdos respectivos se requerirá la conformidad del 51% de los acreedores quirografarios siempre y cuando el juez entienda que dicho acuerdo resulta equitativo para las partes involucradas y que no es discriminatorio. El principal problema de este proyecto es que sólo se centra en modificaciones que atañen al cómputo de las mayorías, sin tener un tratamiento integral del problema y sin resolver los aspectos que aún son problemáticos en el APE. Esta característica limitada del proyecto no ha servido para fomentar una discusión amplia de la problemática, sino por el contrario a aumentar la desconfianza de los acreedores. Las objeciones técnicas que se le pueden hacer a la propuesta de reducción de las mayorías requeridas – propuesta que en un marco integral de reformas no necesariamente debería descalificarse- son básicamente la necesidad de tener mayorías calificadas para extender los efectos de un acuerdo a los acreedores no participantes del mismo, en casi todos los regímenes del tipo de los APEs que se utilizaron en otros países; la asimetría que se produciría con las mayorías que hoy se exigen en los concursos preventivos y la posibilidad de lograr mayorías reales inferiores al 50% debido a las recientes interpretaciones jurisprudenciales en relación al no computo de las abstenciones y ausentes en el caso de Obligaciones Negociables.

³³ Previo a la reforma la diferencia en la naturaleza de ambos institutos era indiscutible y ya había sido reconocida así por Corte Suprema de Justicia de la Nación en el caso Banco Río de la Plata c/Agrovía Sola y Cía. S.R.L. (Fallos 323:2327) que “... en el caso no existe un acuerdo preventivo, entendiéndose por éste al normado por los arts. 5 al 68 de la Ley 24.522, ya que no puede calificarse como tal a un simple acuerdo preventivo extrajudicial regulado en un capítulo aparte de aquella Ley en los arts. 69 y siguientes”. En el dictamen del Procurador General –que el Tribunal hace suyo- puede leerse: “... resulta un apartamiento arbitrario de la norma legal confundir o asimilar el acuerdo preventivo extrajudicial con el proceso concursal y hacerle aplicables sus consecuencias, a poco que se advierta que éste puede celebrarse aún en el supuesto de no existir cesación de pagos (requisito ineludible para el acuerdo preventivo), darse el contenido más conveniente a los intereses de las partes

visión, y en apariencia la mayoritaria, ve en este instituto una “subespecie” de concurso preventivo, fundamentalmente basados en la equiparación que hace la Ley de un APE homologado a los efectos del concurso preventivo. En general, si dos institutos tienen los mismos efectos jurídicos es razonable atribuirles una naturaleza jurídica similar, lo que hace que esta primera postura tenga una lógica atractiva. Una segunda visión, en la cual participamos, ve en el instituto una figura esencialmente contractual, aún reconociendo su carácter híbrido a partir del momento de la homologación por la extensión de sus efectos a los acreedores que no participaron del acuerdo. Ciertamente, la mayor dificultad que tiene esta postura es como explicar los efectos hacia terceros que tendría un contrato entre partes, consecuencia que ciertamente desorbita los efectos de un contrato.³⁴

Una primera forma de analizar el instituto es mediante la directa interpretación del texto de la Ley. Es importante notar que el título del Capítulo VII no habla de “*concurso preventivo extrajudicial*” sino de “*acuerdo preventivo extrajudicial*”; lo cual importa una clara diferencia para el legislador que debe ser considerada en la interpretación del instituto. En efecto, de haber entendido el legislador que el APE es una modalidad o forma de concurso, lo lógico hubiera sido que se empleara el término “concurso” y no “acuerdo”, expresión esta última que emplea la ley para muchas otras situaciones. En efecto, de una interpretación literal de la Ley resulta que concurso y acuerdo son para la ley términos claramente diferenciados y que no se usan en forma indistinta.³⁵

Una segunda forma de analizar el tema consistiría en considerar si el procedimiento de homologación del APE constituye un verdadero “proceso” – en el sentido estrictamente jurídico del término– como lo es un concurso. Se sabe que el APE reconoce dos momentos perfectamente diferenciados, el acuerdo en sí y su homologación. Respecto del primero, no cabe duda que el acuerdo constituye un contrato celebrado entre el deudor y sus acreedores quirografarios en el ámbito del derecho privado, con libertad del contenido que consideren más conveniente a sus intereses y que es vinculante para todos los firmantes aun cuando no haya sido objeto de homologación, salvo disposición expresa en contrario en el mismo contrato. En tal sentido se ha definido al APE como un contrato³⁶ o conjunto de contratos³⁷ que el deudor celebra con parte o todos sus acreedores, en el cual las partes participantes pueden darle el contenido que consideren conveniente a sus intereses y que posteriormente puede ser sometido a homologación judicial con el objetivo de proyectar los efectos del

involucradas, sin pautas limitativas de plazos, quitas u otras que le resulten ventajosas (que no es posible en el concurso porque alteraría la *pars conductio creditorum*)”.

³⁴ Aunque el APE está regulado en el Capítulo VII del Título II de la Ley de Concursos y Quiebras que forma parte del Título II (Concurso Preventivo), esto no nos parece que baste para afirmar que el APE sea un concurso o una forma particular del mismo.

³⁵ El Capítulo III habla de “Trámite hasta el acuerdo”; el IV de “Propuesta, pedido de exclusividad y régimen del Acuerdo Preventivo”. El V de “Impugnación, homologación, incumplimiento y nulidad del Acuerdo”; y la Sección III de este mismo Capítulo habla de “Efectos del Acuerdo Homologado”.

³⁶ Ver Fargosi, Horacio, “Algunas Notas Sobre los Acuerdos Preventivos Extrajudiciales”, en Suplemento de Concursos y Quiebras, Ed. La ley, Junio 2002, pág. 22.

³⁷ Ver Segal, Rubén, “Acuerdos Preventivos Extrajudiciales”, Ed. Abeledo Perrot, pág. 137.

acuerdo al resto de los acreedores comprendidos en la reestructuración de la deuda. Fargosi – que participa de este criterio- se pregunta qué tipo de contrato es, llegando a la conclusión de que se trata de un contrato plurilateral.³⁸

Ahora bien, respecto de la homologación del APE, no es sin embargo claro que dicha etapa tenga naturaleza jurídica de “proceso” similar a un concurso. En tal sentido Fargosi claramente resalta que el concurso preventivo, y en general la quiebra, configuran un verdadero “proceso”, esto es, el conjunto de todos los actos que se realizan para la solución de un conflicto o sea el ejercicio del derecho a la jurisdicción por parte del deudor, que tiene raigambre constitucional; remarcando que más allá del carácter voluntario o contencioso del concurso preventivo, ello exige el cumplimiento de una serie de principios insoslayables para lograr lo que se señaló como la facultad de pedir la protección jurídica. Continúa diciendo Fargosi que esto contrasta con el APE que supone el recurrir al ejercicio de la “libertad contractual”, lo que fluye de los arts. 14, 19 y 20 de la Constitución Nacional, lo ratifican los arts. 21, 502, 953 y 1167, entre otros, del Código Civil; por supuesto, con la actuación de la autonomía de la voluntad resultante del art. 1197 del mismo Código y, en el caso ocurrente, ratificado por lo dispuesto en el art. 71 de la Ley de Concursos y Quiebras, que no fue modificado.

Por otra parte, la homologación del APE importaría más un “*procedimiento*” reglado que un proceso. Recién aquí es dable advertir una acotada intervención judicial. En efecto, los Arts. 72 al 76 de la Ley regulan un procedimiento que debe seguirse para la homologación, así como los efectos que produce la sola presentación del acuerdo y los que produce respecto de terceros la homologación. La intervención de los acreedores es muy limitada, ya que la oposición a la homologación sólo puede fundarse en omisiones o exageraciones del activo o pasivo, o inexistencia de las mayorías exigidas por el art. 73. El único objetivo que persigue la presentación del APE a la justicia consiste en hacer oponible el acuerdo ya celebrado a los terceros que no participaron del mismo. En efecto, la homologación apunta a hacer oponibles sus términos a los terceros que por circunstancias diversas no lo suscribieron en su momento - por no tener conocimiento, por oponerse al mismo, por no haber cumplido con las formalidades de ley, etc.-, y bajo la premisa que la regla que limita los efectos de los contratos a las partes debe ceder a una regla de mayoría cuando se trata de una situación de crisis empresarial.

Otra diferencia fundamental del APE con el concurso es el resultado que la aprobación de la propuesta de reestructuración tiene en un caso y en otro. Mientras que en el concurso el plan o propuesta del deudor no adquiere virtualidad jurídica, es decir no se perfecciona, sino con la homologación -requisito esencial-, en el APE, por su naturaleza contractual, el acuerdo puede válidamente perfeccionarse sin necesidad de la homologación del juez y el mismo será válido entre las partes aún cuando dicha homologación sea denegada, salvo pacto en contrario. La característica contractual del APE, dentro de un proceso “no universal” (característica central y fundamental de los procesos concursales), tiene una sola particularidad y es la proyección que el contrato adquiere respecto de terceros que no participaron directamente en él. Nótese

³⁸ Ver La Ley: Reforma a la Ley de Concursos, en número especial del Suplemento de Concursos y Quiebras, Julio 2002, página 22.

que el Juez no tiene facultades para revisar el APE o modificarlo, siendo su intervención acotada a verificar los requisitos legales establecidos. Ahora bien, como puede interpretarse desde la perspectiva contractual el efecto de extensión de los efectos del APE a terceros?. En mi opinión éste solo puede interpretarse como un método que el legislador ha buscado para disminuir los costos de la reestructuración en procesos de partes múltiples y con fines de posibilitar la rehabilitación de las empresas en situación de crisis en forma más eficiente y económica que bajo los procedimientos formales de concursos y quiebras. Esto es, el APE siempre tiene naturaleza contractual, si se presenta a homologar y cumple los requisitos legales, en adición a ello, la Ley le reconoce un efecto frente a terceros similares al concurso respecto a aquellos terceros a los que les es contractualmente extensible, ya que el propio APE podría excluir una determinada categoría de acreedores quirografarios – como ha sucedido en la mayoría de las reestructuraciones con los acreedores comerciales y proveedores- y dicho acuerdo es totalmente válido.

Otro elemento diferencial importante es el distinto presupuesto objetivo que existe en un caso y en otro. Así mientras que tanto para el concurso preventivo como para el APE, el *‘estado de cesación de pagos’* constituye presupuesto objetivo de su celebración, en el segundo caso también se habilita en casos de *‘dificultades económicas o financieras de carácter general’*. Esto es esencial, porque el supuesto de cesación de pagos está íntimamente asociado al carácter universal de los sistemas formales de insolvencia, mientras que el supuesto de dificultades económicas habilita un enfoque más contractual de los sistemas informales y por lo tanto no necesariamente universales.

Otra diferencia no menos importante es la no coincidencia de “sujetos concursables”, punto este que puede ser más discutible pero que es muy claro para nosotros cuando se analiza el caso de las entidades financieras.³⁹ En efecto, del propio texto de la Ley surge que el APE no está limitado a los “sujetos concursables” de la Ley. Su artículo 69 establece que el sujeto legitimado, para iniciar este tipo de procesos es *‘el deudor que se encontrare en cesación de pagos o en dificultades económicas y financieras de carácter general’*. En relación con éste artículo, autorizada doctrina ha manifestado que: “... el art. 69 focaliza al legitimado activo con la expresión “deudor”, y su literalidad lleva a advertir que no existen aquellas reservas ni precisiones de personas tanto en su explícita nominación como en las exclusiones que se advierten en el tratamiento de los sujetos del concurso preventivo y la quiebra (art. 2,5, 83, párr. 1° LCQ)”⁴⁰. Es importante resaltar que esta norma es particularmente diferente del supuesto contemplado en el artículo 5 de la ley citada, donde se determinan los sujetos habilitados para solicitar su concurso preventivo, dado que ella a su vez remite expresamente al artículo 2 (Principios Generales – Sujetos Comprendidos). También diferente del artículo 83 en el que se determinan los sujetos posibles de ser declarados en quiebra con remisión al

³⁹ Esta es uno de los argumentos que ha posibilitado el APE de Banco Hipotecario, cuya resolución al día de la fecha sigue su trámite. De las sustanciales diferencias comentadas entre el concurso preventivo y el APE podemos concluir que éste último no resulta alcanzado por la prohibición contenida en el Art. 50 de la Ley de Entidades Financieras.

⁴⁰ Derecho Concursal Argentino e Iberoamericano. V Congreso Argentino de Derecho Concursal. III Congreso Iberoamericano sobre la Insolvencia”. Tomo I- Ed. Ad-Hoc 2003, Ariel A. Dasso, página 299 y siguientes.

artículo antes indicado. Esto no sucede con el APE, en el que la ley de modo expreso utiliza la denominación “*deudor*” sin excepción específica como lo hace en los otros institutos.

Finalmente, se pueden señalar otras muchas características diferenciales entre el APE y el concurso que nos hacen dudar de poder otorgarle a ambos institutos la misma naturaleza jurídica o de considerar al APE un subtipo concursal.⁴¹

Vistas estas diferencias pensamos que ver en el APE un instituto “*cuasi concursal*” es una suerte de reduccionismo jurídico que condiciona y perjudica la evolución y perfeccionamiento de este instituto que ha demostrado ser eficaz y eficiente en la crisis empresarial. Como vimos, existen numerosas diferencias entre uno y otro instituto que en nuestra opinión hacen que nos inclinemos por la teoría que ve en los APE’s un instituto donde sigue predominando los elementos contractuales o un instituto complejo que a partir de su homologación, tiene asociado el efecto de orden público societario que importa la extensión de ese acuerdo a terceros que no son parte de él, generado por el reconocimiento judicial de ese contrato a través de un procedimiento acotado y sujeto a una revisión judicial estrictamente formal, cuya razón y fundamento reside en el interés público que hay en fortalecer mecanismos de insolvencia informal.

Aspectos impositivos

Los procesos de reestructuración de la deuda tienen diversos efectos de tipo impositivo sobre deudores y acreedores y con relación al fisco como un acreedor especial, por lo cual es preciso

⁴¹ Así por ejemplo tenemos: 1) A diferencia del concurso, en el APE la ley no prevé régimen informativo sustanciado judicialmente como el proceso de verificación. Los acreedores excluidos por el deudor en su presentación sólo podrán oponerse a la homologación con fundamento en omisiones o exageraciones del pasivo o del activo; 2) No se prevé para el APE un sistema de información originado en un órgano imparcial, ni la consecuente facultad de formular observaciones; 3) Durante el trámite en la instancia judicial, la administración del deudor no está controlada ni limitada, de forma tal que en el APE no existe desapoderamiento atenuado, ni régimen de actos prohibidos o de actos sujetos a autorización judicial; conservando el deudor la plena administración de sus bienes; 4) Tampoco se requiere la ratificación asamblearia prevista por la Ley de Concursos y Quiebras para la ratificación de la presentación en concurso resulta por el órgano de administración; 5) No existe fuero de atracción, que por el contrario se da en el concurso preventivo; 6) El rol judicial – nos referimos al texto de la ley y no a la interpretación que han hecho algunos jueces de esta- es activo en el concurso preventivo, donde cada etapa y la propia admisión de los acreedores se sujeta al escrutinio judicial; en cambio es pasivo en el caso del APE, donde la injerencia del tribunal es mínima, limitada a la etapa homologatoria y a la verificación del cumplimiento de los recaudos de fondo y forma exigidos para el APE; 7) Con relación a la *pars condictio creditorum*: más allá de la categorización, en el concurso preventivo sigue rigiendo el principio igualitario de los acreedores; en el APE con la limitación del orden público contractual, son posibles acuerdos individuales y diferenciados con los acreedores; 8) El “salvataje” o “cramdown” argentino del art. 48 de la LCQ no tiene aplicación posible en el marco del APE; y 9) El concurso preventivo es finalmente un pedido condicional de propia quiebra si no se cumplen con los procedimientos establecidos, si se lo desiste después de la publicación de edictos, o si no se logran las mayorías o no se lo homologa. Por el contrario el APE puede ser desistido en cualquier momento, de no lograrse las mayorías o de no homologarse, careciendo el APE de consecuencia alguna para el deudor y los acreedores que no se hubieran sumado voluntariamente al mismo.

remover barreras en este sentido para hacer más atractiva la búsqueda de soluciones en el marco de los sistemas informales de insolvencia.

Los pocos avances realizados en el ámbito impositivo, y en particular los relacionados con los procesos de reestructuración de deudas privadas, fueron totalmente marginales, correspondiendo mencionar que en el mes de Octubre del año 2003 se sancionó y promulgó la Ley N° 25.784 a través de la cual se modificaron ciertos aspectos de la ley del impuesto a las ganancias. En particular, se modificó la limitación en la deducción de los intereses pagados, la cual queda restringida al caso en que el acreedor sea una entidad bancaria o financiera no residente radicada en una jurisdicción no considerada de baja o nula tributación, controlante de un sujeto empresa local que no sea una entidad financiera, y que el monto de los pasivos involucrados exceda en 2 veces el patrimonio neto (norma sobre capitalización exigua). La medida representa una evidente disminución en el número de contribuyentes sujetos a dichas restricciones, ya sean empresas deudoras que hayan logrado reestructurar sus deudas como aquellas que no se encuentran en situación de cesación de pagos, al flexibilizar las restricciones establecidas para la deducción de intereses pagados de la base imponible del impuesto a las ganancias.

También podría agregarse lo dispuesto en el Decreto 2340/02, pues constituye una medida dirigida a facilitar las reestructuraciones, en este caso a través de un concurso preventivo.⁴²

Es decir, por esta disposición se permite diferir la ganancia proveniente de quitas obtenidas en los acuerdos concursales en caso de que éstos sean homologados, lo cual tiene por objeto amortiguar el impacto impositivo que podría derivar de las mencionadas quitas, de modo de evitar que los efectos tributarios de ellas entorpezcan el proceso de reestructuración.

Por último, recientemente la Comisión Nacional de Valores y la AFIP a través de la Res. Gral. 470 de la CNV han establecido ciertas pautas objetivas que clarifican las incertidumbres que existían en torno a las refinanciaciones de deuda mediante canje de bonos. Al respecto la norma establece que los *“beneficios impositivos de las obligaciones negociables colocadas originalmente por oferta pública, sólo serán extendidos a la nueva emisión que se ofrezca en canje, en la medida en que sus suscriptores revistan el carácter de tenedores de las obligaciones negociables objeto de canje”*. Si bien la norma es positiva, todavía puede generar dudas a qué momento debe reunirse la condición de identidad entre los suscriptores de las nuevas obligaciones negociables y los tenedores de las anteriores que van a ser canjeadas. Pero aún más grave es ver cómo se puede cumplir con este requisito en el caso de obligaciones negociables que estén depositadas en los sistemas de clearing internacionales donde conocer la identidad del beneficiario real es imposible por la forma de registro que dichos sistemas contemplan. En efecto, en los sistemas de clearing internacionales son los bancos custodios los que detentan la titularidad de los títulos sin que sea posible verificar al titular final.

⁴² Dicha norma incorporó al art. 30 del decreto reglamentario de la Ley de Impuesto a las Ganancias el siguiente párrafo: *“La ganancia neta proveniente de quitas definitivas de pasivos, originadas en la homologación de procesos concursales regidos por la ley 24522 y sus modificaciones, se podrá imputar proporcionalmente a los períodos fiscales en que venzan las cuotas concursales pactadas o, en cuotas iguales y consecutivas, en los CUATRO (4) períodos fiscales cuya fecha de cierre se produzca con posterioridad a la fecha de homologación definitiva, cuando este último plazo fuere menor.”*

Aspectos normativos

Dentro a las reforma regulatorias más importantes están algunos cambios normativos que ha realizado el BCRA. Sabido es que el marco regulatorio al que están sujetas las entidades financieras condicionan la predisposición de los bancos a resolver los casos y la preferencia por ciertas alternativas sobre otras. En particular, las normas de previsionamiento de créditos, control de cambios y los requisitos de capital mínimo que se apliquen en los casos de reestructuración pueden influir sobre la toma de decisiones de los bancos. Asimismo, la eventual conversión de deuda por capital se verá posiblemente restringida por las limitaciones presentes en el marco actual acerca de la tenencia de paquetes accionarios de empresas no financieras. En este marco se han registrado algunos avances relacionados con el tratamiento normativo por parte del Banco Central, en virtud de las Comunicaciones “A” 4055 (2/12/03) y “A” 4060 (22/12/03) que aprobaron medidas tendientes a fomentar el crédito al sector privado y a facilitar la reclasificación de deudores que aprueben planes de pagos respectivamente.

Estas normas brindan mayor flexibilidad e incentivos para facilitar por un lado la consecución de acuerdos de resolución en los que participan entidades financieras y por otro el otorgamiento de crédito adicional, muy necesario teniendo en cuenta las restricciones de acceso a financiamiento que afectan a las firmas en proceso de resolución de deuda.⁴³

Más recientemente, el BCRA ha flexibilizando las normas sobre deudas externas de empresas locales del sector privado no financiero, posicionó a las deudas locales en moneda extranjera con no residentes en iguales condiciones que las deudas externas, en materia de refinanciación. A los fines de gozar de los beneficios de este régimen, existente hasta el momento sólo para las deudas externas con no residentes, la empresa local elevará, a través de una entidad bancaria, una nota a la Gerencia de Exterior y Cambios del Banco Central, informando a modo de declaración jurada los pasivos refinanciados externos e internos con los acreedores no residentes.⁴⁴

⁴³ La Comunicación “A” 4055 prevé, entre otros aspectos, una extensión por 12 meses al aumento del límite (20%) en las participaciones de los bancos en el capital de las empresas tomadas en defensa del crédito, el objetivo de la medida es el de facilitar los procesos de refinanciación de deuda (la norma anterior establecía un límite del 12,5%). En tanto, a través de la Comunicación “A” 4060, se admite que las a sistencias que impliquen desembolsos de fondos adicionales superen el 300% de la responsabilidad patrimonial computable – capital ajustado- del cliente y permite el otorgamiento de financiación en categoría 1 a empresas informadas en categorías inferiores por parte de otras entidades. Esta medida se complementa con la autorización a las entidades financieras a recategorizar en situación normal a aquellas empresas que formalizaron acuerdos de pago. Se considera a los fines de la recategorización la capacidad de pago futura en función de las condiciones del acuerdo. Las desafectaciones de las previsiones constituidas que correspondan en virtud de la recategorización deberán hacerse teniendo en cuenta la clasificación previa, considerando los porcentajes de cancelación de capital de la norma general que fueron reducidos entre un 5 y 10%. Por último, se ajusta el previsionamiento requerido en función de la pérdida reconocida por la entidad financiera en el marco del acuerdo teniendo en cuenta la mejora en la cobrabilidad futura del mismo.

⁴⁴ Sin embargo, se establecen ciertas exigencias para ofrecer igual menú de refinanciación a los no residentes por deudas locales en moneda extranjera que el ofrecido a los acreedores por las deudas externas: 1) La empresa local debió endeudarse con una entidad financiera local con anterioridad al 04.12.2001 quien a su vez debe haberla cedido con posterioridad a un no residente; 2) La deuda no debe estar alcanzada por el régimen de pesificación

Una vez que estas deudas formen parte del proceso de reestructuración externa, quedarán sujetas a las normas cambiarias relativas a la deuda externa por préstamo financieros o bonos, según la instrumentación de la refinanciación utilizada por el deudor y la residencia de los futuros tenedores de la obligación.

PARTE IV

UNA AGENDA PARA LA LEGISLACIÓN DE INSOLVENCIA

Las reformas introducidas hasta la fecha deberían ser perfeccionadas y complementadas en los próximos años con una serie de medidas que tiendan en el corto, mediano y largo plazo a seguir perfeccionando los sistemas formales e informales de insolvencia. Si se aceptan los postulados de eficiencia y mayor protección de los derechos de los acreedores que vimos en la Parte II, creemos que dichas reformas deberían estar guiadas por los siguientes principios fundamentales: (i) el principio de conservación del valor de los activos de la empresa; (ii) el principio del reconocimiento al orden de las prioridades pactadas en los contratos de financiamiento *ex ante* y el estricto reconocimiento de los derechos de los acreedores; y (iii) el principio de transparencia de toda la información relevante – incluyendo planes de negocios e información proyectada- disponible a todos los acreedores. La agenda de aspectos relevantes a considerar que en materia de derecho de insolvencia proponemos sería la siguiente:

Sistemas Informales de Insolvencia

En el corto y mediano plazo y hasta tanto se resuelva el problema de la deuda corporativa se debería seguir trabajando con especial énfasis en la mejora de los APEs y la coordinación de incentivos que ayuden a una solución no judicial del problema.

Respecto a las mejoras que creemos serían muy necesarias para perfeccionar el instituto del Acuerdo Preventivo Extrajudicial, hoy el principal instituto de los mecanismos informales de insolvencia, podemos mencionar las siguientes: 1) clarificar los efectos legales de su homologación y diferenciándolo del concurso preventivo de modo tal que, entre otros efectos, pueda no afectar a parte de los acreedores quirografarios (ej. acreedores comerciales o proveedores) acentuando los elementos “no universales” del instituto; 2) esclarecer las normas que regulan las mayorías necesarias (en especial respecto de bonistas donde sólo deberían adoptarse mayorías de capital conforme a un procedimiento similar al Art. 45 Bis de la actual Ley de Concursos y Quiebras) ya que en éstos casos la mayoría por personas es una condición de imposible cumplimiento en los casos de obligaciones negociables depositadas en los sistemas de clearing internacionales por la forma en que éstos operan; 3) permitir la posibilidad de presentarse al juez con minorías inferiores a las previstas actualmente en la ley,

(Ley de Emergencia pública y reforma del régimen cambiario -Ley 25561- y normas complementarias - Decreto 214/02, Decreto 410/02, Comunicaciones “A” 3507, etc -); 3) El monto a refinanciar, según las condiciones de la presente, representa menos del 15% de la deuda que desde su origen se contrajo con acreedores no residentes y que es refinanciada en el acuerdo global de refinanciación con los acreedores no residentes de la empresa; y 4) Se ofrece una misma opción de refinanciación para todos los acreedores no residentes en moneda extranjera cuyos vencimientos se encuentren impagos al 31.12.2003.

pero relevantes para obtener un plazo adicional – *standstill*- para la obtención de las conformidades faltantes bajo el amparo de una moratoria automática); 4) establecer que su incumplimiento no impida un posterior concurso y conlleve a la quiebra y en general exceptuar al APE de la regulación de la quiebra indirecta (Art. 61 y 63); 5) incorporar la posibilidad de que soliciten homologación los integrantes de un grupo económico que tengan dificultades económicas o financieras; 6) clarificar la necesidad de respetar la igualdad de tratamiento en cada categoría, admitiendo expresamente la posibilidad de incluir en el acuerdo categorías de acreedores y presentar propuestas alternativas y de excluir parte de los acreedores (ej. fisco); prever la posibilidad de una doble mayoría alternativa para aprobar las propuestas: (i) mayoría de acreedores que representen 2/3 del pasivo (régimen actual) o (ii) 75% del pasivo involucrado en el acuerdo que represente al menos 50 % del pasivo incluido en cada categoría; 8) prever la posibilidad de darle la facultad al juez para imponer el acuerdo a las categorías disidentes, al igual que en el concurso (aprobación por al menos una categoría, conformidad del 75% del capital, no discriminación y pago no menor al dividendo de liquidación); 8) Regular con claridad el tratamiento de la tasa de justicia involucrada consagrando expresamente un costo inferior al previsto para el caso del concurso; 9) Regular los efectos del APE respecto de la deuda quirografaria del fisco, de forma de prever la posibilidad de que éste sea expresamente excluida; 10) mejorar la información financiera del deudor que se presenta a homologar, de forma tal que los acreedores no participantes del acuerdo tengan el derecho de obtener idéntica información que la obtenida por los acreedores que formaron parte del APE.⁴⁵

Adicionalmente a las mejoras al instituto del APE antes comentados, se debería considerar: (i) la posibilidad de un tratamiento preferencial para el ingreso de nuevo financiamiento en los casos de empresas con un APE homologado si el propio acuerdo lo contempla; (ii) analizar la aplicación de incentivos tributarios, con un foco específico en los casos de reestructuración y por un tiempo limitado, así como la eliminación de asimetrías impositivas que privilegian ciertos comportamiento en desmedro de otros; (iii) fomentar mecanismos institucionales informales con el sector privado, tales como los códigos de Buenas Prácticas de Reestructuración y los Mecanismos de Arbitraje, en líneas con los principios de INSOL, tal como se han sido propuestos por el CEF. El consenso sobre un conjunto de buenas prácticas en el mercado debería ser impulsado por los reguladores financieros – el BCRA, la CNV y la Superintendencia de AFJPs como un estándar de la industria financiera que protege los intereses de todas las partes. Como una propuesta concreta, en el CEF se han sugerido los siguientes principios:

⁴⁵ Ver al respecto el completo análisis de Juan Antonio Anich, La Información en el acuerdo preventivo extrajudicial. La Ley, Suplemento de Concursos y Quiebras, pág. 27 y siguientes. Diciembre de 2003.

BUENAS PRACTICAS DE REESTRUCTURACIÓN DEL CEF

1. Cuando la empresa enfrenta dificultades de pagos, deudor y acreedores tendrán como principal objetivo preservar valor procurando mantener las operaciones que se consideren económicamente viables. Esta responsabilidad recae primordialmente sobre la gerencia de la compañía en cuestión, sin perjuicio del deber de obrar de buena fe por parte del accionista controlante.

2. Por un período de tiempo limitado las partes suspenderán todas las acciones que puedan alterar una reestructuración ordenada y aceptarán una moratoria limitada en el tiempo.

Durante dicho plazo los deudores no tomarán acciones que puedan empeorar las perspectivas de la compañía, tales como girar o recomendar aprobar nuevos pagos de dividendos, disponer de activos en condiciones cuestionables para la masa de acreedores, efectuar inversiones no necesarias para el mantenimiento normal de las operaciones, etc.

Asimismo, los accionistas no generarán situaciones que les den una posición de prevalencia en relación a los acreedores. En caso de control, se espera que continúen con el apoyo a la operación, y, por sobre todo, eviten recibir transferencias o ejercer influencias para recibir compensaciones fuera de las que corresponderían a una relación con terceros. Los acreedores evitarán ejecuciones, compensaciones unilaterales u otras acciones tendientes a fortalecer la situación individual de ellos en detrimento de los restantes acreedores.

3. El deudor procurará dar a los acreedores un adecuado acceso a la información en tiempo debido. Esta información será tratada con la confidencialidad requerida. Se evitarán conflictos de intereses que surjan del manejo de información no pública y los acreedores se comprometerán a abstenerse del uso de información privilegiada.

4. La coordinación del proceso de reestructuración se facilitará mediante la organización de comités de acreedores, debiendo procurarse que en éstos estén representados y comprometidos activamente los principales acreedores. En caso que de que se requieran asesores para su buen funcionamiento, se procurará que los costos asociados se mantengan al mínimo posible.

5. En ciertas ocasiones, o para encontrar determinados entendimientos, las discusiones pueden simplificarse mediante un facilitador (puede ser persona o entidad). Este u otro puede servir de árbitro o amigable componedor con poder de decisión que alcance a todas las partes cuando éstas así lo determinen .

6. La discusión e implementación de arreglos se hará de manera tal que reduzca significativamente la posibilidad de evitar la recurrencia de situaciones de falencia. Los parámetros para la discusión del valor de la compañía, -incluyendo tasas de interés y de comportamiento de variables-, serán aquellos que correspondan a una situación que se estime como normalizada.

7. El deudor deberá velar por la preservación de las garantías que se hubiesen otorgado a los acreedores privilegiados. Asimismo, los acreedores privilegiados cuyos bienes asiento de su garantía constituyan activos necesarios para continuar las operaciones de la compañía y estén razonablemente asegurados del valor de dichos bienes, aceptarán suspender las acciones de ejecución forzosa sobre dichos bienes durante el período limitado de espera inicial , excepto que tal limitación les cause un perjuicio grave.

8. Los acreedores y el deudor acordarán que todo nuevo financiamiento que se otorgue a la empresa gozará de prioridad de cobro respecto de la deuda existente, teniendo los acreedores actuales preferencia para otorgar el financiamiento requerido por la empresa.

Sistemas Formales de Insolvencia

En forma complementaria y conjunta con la promoción de este tipo de mecanismos informales de insolvencia, es fundamental consagrar normas que muestren un claro fortalecimiento de los derechos de los acreedores en el mediano y largo plazo. Ello es fundamental porque luego de

la crisis, la sensación de violación de los contratos y ausencia de seguridad jurídica seguirán condicionando en forma importante el financiamiento externo e interno.⁴⁶

Los principales elementos de esta reforma deberían ser: (1) crear tribunales especializados para los casos de ejercicio legal de los derechos de los acreedores bancarios e inversores y tenedores de valores en el mercado de capitales (ahorros públicos), con jurisdicción especial sobre concursos y quiebras corporativas; (2) crear normas procesales más eficientes y expeditivas para conducir los procesos legales bajo esta jurisdicción, preferentemente orales, abreviados y públicos, incluyendo un procedimiento de Juicio Ejecutivo Oral que permita la conclusión del proceso en un reducido número de audiencias; (3) fomentar el estricto cumplimiento de los contratos y su ejecución, así como la rápida posesión sobre las garantías y demás bienes del deudor mejorando los sistemas registrales de las mismas, incluyendo la integración de los registros de propiedad a fin de crear un sistema nacional que disminuya los costos actuales de los sistemas jurisdiccionales; (4) introducir –en una segunda etapa– reformas al régimen legal de las garantías mobiliarias a fin de permitir que todo tipo de bien, crédito o flujo de fondos sea sujeto de un sistema eficiente y seguro de registro y oponibilidad, en el sentido del Artículo 9 del CCU de los EEUU; (5) crear una central de riesgo nacional administrada por el Banco Central de la República Argentina que provea como bien público toda la información crediticia relevante del sector corporativo privado, incluyendo un registro nacional de personas concursadas, donde se lleven las altas y bajas y status de los mismos; (6) fomentar la adopción de prácticas de buen gobierno corporativo por parte de las empresas e intermediarios financieros; (7) mejorar algunos aspectos de la ley de concursos y quiebras, en base a criterios de eficiencia y conforme los lineamientos internacionales. Así, por ejemplo, debería repensarse el tipo de información adecuada que el deudor deba revelar en el proceso concursal (Ej. Información financiera proyectada; plan de negocios; etc.) a fin de evaluar la opción liquidación / rehabilitación en base a un conjunto de información financiera; y (8) reformular el régimen legal de responsabilidad de los administradores de una empresa insolvente, en línea con la recomendación del Informe Winter en Europa, donde se recomienda la consagración de la responsabilidad de los administradores que continúan operando en situación de insolvencia y la subordinación de los créditos de los *insiders* (*Wrongful trading and subordination of insiders' claims*).⁴⁷ Este principio debería consagrarse conjuntamente con el respectivo cambio de destinatario de los derechos fiduciarios de lealtad y diligencia de los administradores en beneficio de los acreedores y en reemplazo de los accionistas de la firma insolvente. Estas reglas son fundamentales si se quiere seguir como guía de un sistema de insolvencia al principio de conservación de valor de la firma, ya que estas reglas legales de responsabilidad de los administradores son fundamentales para incentivar a éstos a acudir en forma temprana a los remedios concursales y, una vez en ellos, actuar en beneficio de los que son de facto los nuevos accionistas.

⁴⁶ Ver Makko, William P. *Corporate and Financial Sector Restructuring: Links and Necessary Conditions*, pag.12. Junio 2002.

⁴⁷ Ver Recommendation IV.10. (see p. 86) del Winter Report: “*The responsibility of directors when the company becomes insolvent has its most important effect prior to insolvency and this is a key element of an appropriate corporate governance regime. We recommend that as an element of good corporate governance, a European framework rule should be introduced on wrongful trading, combined with the concept of ‘shadow’ directors. The concept of subordination of insiders’ claims could be considered as part of the development of an alternative regime for creditor protection.*”

PARTE V

LECCIONES DE LA REESTRUCTURACIÓN DE LA DEUDA CORPORATIVA

Las lecciones más importantes del proceso de reestructuración de la deuda corporativa en el caso Argentino son en nuestra opinión las siguientes:

1) El Costo privado y el costo social de la Deuda. En situaciones de normalidad, el único rol del Estado es asegurar que el sistema de insolvencia funcione correctamente y dichas leyes se apliquen adecuadamente por una judicatura con conocimiento y experiencia en el tema. En el caso de una crisis sistémica como la ocurrida en Argentina, los costos del endeudamiento privado dejan de ser problemas del sector privado estrictamente hablando (costo privado) y constituyen un costo social que requieren medidas adicionales y un rol activo por parte del Estado para diseñar y coordinar distintas medidas legales, regulatorias e impositivas que incentiven la rápida resolución del problema de la deuda para evitar las consecuencias que esta crisis tiene en el crecimiento económico de un país. Los costos sociales de la falta de resolución de la deuda se miden en términos de menor inversión, menor crecimiento económico, y en definitiva, en menor empleo.

2) La lógica financiera de los sistemas de insolvencia eficientes. Los procedimientos formales de quiebras son necesarios para resolver los problemas de decisiones colectivas que emergen en las situaciones de insolvencia y que no se podrían resolver en forma eficiente a través de mecanismos de mercado por haber una natural competencia entre los acreedores por apoderarse de los bienes del deudor en una forma socialmente ineficiente. Modernamente, los sistemas formales contemplan una opción de rehabilitación, en el cual los deudores son protegidos por un período limitado de tiempo a fin de que los acreedores opten entre la decisión de rehabilitación (concurso) y/o la liquidación de la empresa (quiebra), según sea que el valor de empresa en marcha resulte mayor o no al valor de liquidación de la empresa. En este sentido, el derecho de quiebras es uno esencialmente procedimental y no sustantivo, cuyo único objetivo es hacer cumplir los contratos de financiamiento de la firma y minimizar los efectos redistributivos de riquezas entre acreedores y accionistas, de forma que se hagan cumplir los contratos de financiamiento celebrados *ex – ante* según el estricto orden de prioridad pactado (primero los acreedores garantizados; luego los privilegiados, los quirografarios, los accionistas preferidos – si los hay- y por último, los accionistas ordinarios). Mientras más rápido se hagan efectivos los derechos de los acreedores y mientras más se preserve el valor de los activos de la empresa, mayor será el volumen de financiamiento y menor será el costo disponible para el sistema. Esta lógica financiera tiende a prevalecer en el largo plazo. Pero cuando hay una crisis sistémica y las razones de la insolvencia obedecen esencialmente a razones exógenas a la empresa, una regla atenuada del (*absolute priority right doctrine*) tiene sentido, y la aplicación de un cierto criterio de compartimiento de los riesgos es económicamente razonable (*risk sharing*) a fin de no destruir toda las inversiones intangibles hechas por los accionistas de las empresas. Sin embargo, las medidas de largo plazo deberían siempre a estar dirigidas a fortalecer los derechos de los proveedores de financiamiento.

3) Insuficiencia de los sistemas formales. Las soluciones tradicionales previstas en la legislación de quiebras (sistemas formales) para enfrentar los problemas del endeudamiento empresario (negociación privada, concurso, quiebra) no resultan eficientes frente a una crisis sistémica. La resolución de estos problemas mediante los sistemas formales resultan largos, costosos y burocráticos, lo que genera una pérdida de valor importante de las empresas. Además, deudores y acreedores carecen de los incentivos legales, regulatorios o impositivos para llevar a cabo una negociación extrajudicial rápida, en la que cada parte reconozca sus pérdidas y acuerde la forma de compartir los efectos de la crisis. En una crisis sistémica, el marco jurídico debe ser mejorado para inducir a la reestructuración fuera de los procedimientos formales de reorganización y de quiebra dado que los tribunales no podrían manejar todas las reestructuraciones. Descartadas soluciones de elevado costo fiscal (como el seguro de cambio), se requiere un marco legislativo adecuado, que permita a deudores y acreedores llegar a acuerdos en forma rápida, con bajos costos, equitativos; y mediante mecanismos de mercado. En una crisis sistémica, los gobiernos necesitan emprender acciones específicas más amplias para preservar los valores de los activos y para inducir a la reestructuración empresarial y coordinar cambios regulatorios, impositivos y legales para facilitar las reestructuraciones. Los gobiernos deberían alentar y asistir en el desarrollo de fuertes mecanismos informales de insolvencia. Se debe enfatizar que el desarrollo de mecanismo informales no debería ser a costa del desarrollo de fuertes regímenes formales. Ambos sistemas son complementarios (ej. “planes pre-cerrados” y APEs).

4) De las cenizas a los APE's.⁴⁸ La experiencia Argentina muestra que uno de los mecanismos más usados para la resolución del problema de la deuda han sido los APEs. La belleza de este mecanismo es el carácter híbrido del instituto, donde un contrato privado alcanzado entre una mayoría de los acreedores y el deudor es judicialmente reconocido y extendido a todos los acreedores a través de un sencillo procedimiento judicial. Aunque no deja de ser un instituto perfectible y en muchos aspectos defectuoso en su regulación, la experiencia ha demostrado la utilidad de una herramienta como la de los APEs como mecanismo informal en la solución del problema de la deuda corporativa. Sobre la base existente, debe seguir perfeccionándose el instituto y preservando su naturaleza contractual que es esencial en los sistemas de insolvencia informales. Sin embargo, esta reforma tan importante no fue realizada en el marco de una plan integral de medidas regulatorias e impositivas para incentivar los procesos de reestructuración y de deudas y es posible que tengamos que pagar un alto precio por las flaquezas institucionales demostradas en articular una estrategia coherente y consistente para una rápida resolución del problema de la deuda corporativa.

5) Agenda del derecho de la insolvencia. La crisis nos ha dejado varias lecciones, pero una es quizá la más importante: el precio que se paga por la improvisación es inconmensurable. No se puede legislar en el fragor de los intereses sectoriales – por más bien intencionados que estos sean- como se hizo con la Ley 25.563. Deberíamos entender que la legislación del derecho de insolvencia es un elemento central en la reconstrucción del sistema financiero y que sin éste no habrá posibilidad de un desarrollo económico sostenido. En la Parte V hemos

⁴⁸ Este es el ilustrativo título de un muy difundido informe de un Banco de Inversión (Deutsche Bank, *From Ashes to APEs*, Noviembre 2003, Por Anne Milne, alexis Pantón y Baruc Saenz) que reflejaba como los progresos en el proceso de reestructuración habían sido favorecidos por la introducción del APE.

propuesto una agenda de temas que podrían ser incluidos para analizar en los años venideros. Seguramente algunos de ellos nos muy necesarios y otros pueden ser más discutibles e incluso rechazarse. Igual de discutible pueden ser los postulados financieros de eficiencia que proponemos, y ciertamente, creemos que es hora de abrir un debate profundo sobre estos temas. Lo que no podemos hacer es improvisar en materia de insolvencia. Por ello, todo esto debería hacerse en base a un esfuerzo constante y permanente por trabajar en la mejora del derecho de insolvencia, donde se abra un debate amplio y fructífero sobre como diseñar un derecho de insolvencia en los próximos años. El derecho de insolvencia es lo suficientemente importante para que las reformas se hagan no sólo con la participación de los excelentes expertos en la materia con que cuenta el país y los centros académicos y universitarios, sino también con empresarios, financistas, economistas y contadores que aporten una visión moderna y multifacética de la problemática de la insolvencia.