Nota sobre Resolución de Deuda de Empresas[1]

1 de septiembre de 2003

[1] Esta nota es el producto de una serie de mesas redondas coordinadas por el CEF en el transcurso de los meses de Abril y Agosto de 2003 con la participación de un número de reconocidos directivos y profesionales con variadas perspectivas desde el punto de vista de deudores, acreedores domésticos e internacionales, reguladores, y profesionales independientes.

La utilización o la publicación, parcial o total, para su difusión o con fines comerciales, de documentos, fotografías, logotipos y elementos gráficos, está estrictamente prohibida sin autorización previa de la Fundación Centro para la Estabilidad Financiera (CEF). Ésta deberá solicitarse al CEF o, en el caso de materiales de otras entidades (cuyos datos figuran en nuestros trabajos), así como en el caso de publicaciones de otras editoriales, a la entidad, la persona o la editorial de que se trate. Está prohibido modificar el material cuyos derechos se reserva el CEF, con la obligación de citar la fuente. En caso de utilizar material del CEF se solicitará una muestra o ejemplar de prueba a fin de darle aprobación. Ante el incumplimiento el CEF se reserva el derecho correspondiente.

CEF
Centro para la Estabilidad Financiera
Center for Financial Stability

Resumen Ejecutivo

A más de un año y medio del estallido de la crisis en la Argentina, la reestructuración de la deuda de las empresas del sector privado continúa siendo una asignatura no concluida en la agenda de regularización económica. Junto con la consolidación de la estabilidad macroeconómica, el proceso de resolución de la deuda pública y la normalización del sistema financiero, la resolución sostenible y rápida de la deuda de un gran número de empresas constituye una condición fundamental para que la economía retome el sendero de estabilidad y crecimiento. El objetivo del presente documento es resaltar la importancia que este tema tiene para el crecimiento de la economía del país y sugerir una serie de acciones concretas, que surgen de un diagnóstico de la situación, para facilitar la resolución integral del problema. En la medida que la mayoría de empresas privadas que tienen un alto impacto en el PBI continúan sin resolver su situación financiera frente a sus acreedores, es altamente improbable que tanto el sistema financiero local como del exterior generen flujos de financiamiento necesarios. La ausencia de crédito, sumada a la incertidumbre creada por la indefinición sobre la deuda pendiente, desalienta la inversión productiva de las empresas con y sin problemas de deuda y compromete la posibilidad de llevar adelante el programa de inversión pública anunciado por el gobierno. Por lo tanto, el efecto macroeconómico neto compromete la capacidad de recuperación económica e implica un menor nivel de producción y crecimiento y por ende empleo.

Producto de los cambios en las variables macroeconómicas, el stock de deuda del sector privado no financiero en términos del PBI ha pasado del 15% del PBI en 2001 a cerca del 46% en 2002, estimándose el stock a Marzo del 2003 en un monto equivalente a USD 46.000 millones. De ese stock de deuda, el 68% del total de deuda es con acreedores del exterior. La pesificación de deudas contraídas bajo ley argentina no alivió la situación de las compañías medianas y grandes, dado que en su mayoría éstas tenían obligaciones regidas bajo ley y jurisdicción extranjera. A partir de 2002, más de USD 19.000 millones de deuda corporativa han entrado en proceso de reestructuración. En este sentido, recientes datos muestran que el progreso alcanzado en resoluciones de las situaciones irregulares es todavía muy limitado y que se está aún muy lejos de una situación normalizada del sector privado. A título ilustrativo, en 2002, no fueron pagados el 45% de los intereses y 62% de las amortizaciones de obligaciones negociables emitidas por empresas locales, mientras que hasta julio de 2003 , los porcentajes fueron del 47% y 69%, respectivamente. Estos elevados y crecientes niveles de morosidad revelan una preocupante inercia, y muestra la falta de incentivos para resolver la situación e implica un costo económico y social creciente.

En comparación con otros casos de crisis sistémicas, el proceso de reestructuración de la deuda privada ha exhibido una evolución más lenta que la deseada. Si bien se trata de un proceso inherentemente privado, frente a una severa crisis sistémica, el Estado debería desempeñar un papel activo en la promoción de reformas legales o regulatorias que propiciaran incentivos adecuados, tal como ha ocurrido en experiencias comparables en otros países que atravesaron crisis similares. Se podría confluir en una serie de señales tendientes a dar un marco estable y

creíble donde se: a) estuviera comprometido con el saneamiento del sector público y el sistema financiero, y b) garanticen condiciones equitativas para acreedores y deudores.

En las experiencias de otras crisis analizadas, 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. Llamativamente, siendo el caso argentino una de las crisis más graves, a la fecha no se ha podido coordinar un conjunto básico de acciones que sean conducentes a la resolución del problema, aún cuando muchas de ellas no requerirían de un proceso de implementación complejo y son ciertamente beneficiosas para todas las partes involucradas. La demora en lograr los consensos necesarios para avanzar en este tema constituye así una importante traba en la normalización del proceso económico.

Para lograr una rápida resolución al problema del endeudamiento empresario, y fomentar un más rápido crecimiento de la economía y el empleo, sería deseable que se tomaran en consideración recomendaciones aquí propuestas en relación con: i) aspectos impositivos, como considerar reducir las condiciones legales requeridas para la deducción de las quitas pactadas, balanceando los costos fiscales en el presente y los incrementos esperados de recaudación en el futuro y otras reformas que beneficien a quienes logren acuerdos de reestructuración extrajudiciales. El Anexo I presenta un resumen de las medidas propuestas en materia tributaria; ii) aspectos legales como propiciar el establecimiento de un marco legal que perfeccione el actual instituto del Acuerdo Preventivo Extrajudicial (APE) y lo complemente con un procedimiento de negociación extrajudicial, sobre la base de la experiencia internacional detallada en los Anexos II y III complementado por disposiciones transitorias que incentiven a acreedores y deudores a llegar a un acuerdo sin recurrir a la justicia.. Los elementos primordiales de dicho mecanismo informal deberían ser: 1) una suspensión (*standstill*) de medidas procesales de ejecución forzosa, ordenada judicialmente de demostrarse que la empresa tiene intención de negociar de buena fe y cuenta con el apoyo de acreedores que representan un porcentaje de relevancia en el pasivo, 2) flexibilidad en cuanto al contenido, mecanismos y grados de obligatoriedad del plan, y 3) elementos que penalicen su uso inadecuado.

En forma complementaria, es fundamental consagrar normas que muestren un claro fortalecimiento de los derechos de los acreedores, por ejemplo a través de la creación de 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 con jurisdicción especial sobre concursos y quiebras corporativas; de normas procesales más eficientes y expeditivas y del fomento del 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. También debería considerarse la creación de un procedimiento especial sumario para la discusión judicial del reajuste equitativo de las prestaciones. El Anexo IV detalla las sugerencias de cambios legales.

El rol crucial de los bancos sugiere la necesidad de examinar la adecuación del marco regulatorio presente a la necesidad de facilitar el proceso de resolución de la deuda del sector privado. También, la construcción de una base de datos sobre el universo de los procesos de

reestructuración, con información actualizada de carácter público sobre las empresas y los acuerdos alcanzados constituiría una iniciativa de bajo costo y alto valor agregado, para el proceso, por parte del Estado. Finalmente, en el tratamiento contable, no se perciben sesgos significativos sobre los incentivos a avanzar en el proceso de reestructuración.

Por último pero no menos importante, es preciso establecer normas de conducta en casos de dificultades de pagos que rijan la relación entre acreedores y deudores durante el presente proceso de resolución de deudas y en eventuales episodios futuros de esta naturaleza.

El grado de importancia relativa de este conjunto de acciones sugeridas y el énfasis que cabría poner en cada una de ellas, es ciertamente un tema que cabría profundizar en otro estudio, pero lo que es indudable, es que la experiencia empírica muestra que este tipo de acciones deberían formar parte de toda plan efectivo para encarar la resolución del problema de la deuda del sector privado.

CEF
Centro para la Estabilidad Financiera
Center for Financial Stability

Nota sobre Resolución de Deuda de Empresas

1. Motivación

1.1 Después del estallido de la crisis en Argentina, hace ya más de un año y medio, la resolución de la deuda corporativa continúa siendo una asignatura no concluida en la agenda de regularización económica. Sin duda, la reestructuración sostenible de la deuda de un gran número de empresas representa una cuestión prioritaria para que la economía retome el sendero de estabilidad y crecimiento. El corriente estado de situación tiene costos materializados en demoras en decisiones estratégicas de las compañías, definiciones sobre los derechos de propiedad y el nivel de actividad de dichas empresas. A su vez, este escenario limita el potencial de inversión productiva en el mediano y largo plazo incrementa la probabilidad de que algunos agentes tomen decisiones defensivas potencialmente en perjuicio de las mismas empresas.

1.2 El objetivo de una propuesta de resolución del tema de la deuda privada debería ser reestructurar en forma sostenible el stock actual de deuda corporativa, minimizando la pérdida de valor del aparato productivo y maximizando los flujos futuros de financiamiento a las empresas en condiciones competitivas. Una solución rápida, ordenada, equitativa y eficiente del tema debería basarse en un adecuado equilibrio entre los intereses de deudores y acreedores y las restantes partes involucradas (accionistas, proveedores, empleados, usuarios, etc.)–teniendo en cuenta sus deberes y derechos contractuales y el contexto de crisis acaecido- y en una clasificación objetiva de las empresas afectadas de acuerdo a su real viabilidad futura. De cara al futuro, y una vez superada la actual emergencia económica, dicha solución debería tender a fortalecer los niveles de protección del crédito y los derechos de los acreedores con el fin de alentar el nuevo financiamiento.

1.3 El caso argentino reviste una particular complejidad. En primer lugar, la crisis ha tenido un carácter sistémico y generalizado, por lo cual cualquier eventual solución demandará una importante tarea de coordinación de múltiples intereses. En segundo lugar, el contexto económico e institucional ha estado en proceso de definiciones durante un período extendido. La incertidumbre política, las alteraciones de normas jurídicas y reglas institucionales, junto con una situación económica especialmente complicada –fuerte depreciación del tipo de cambio nominal y real, significativa caída del nivel de actividad, default de la deuda pública, falta de crédito, pesificación de tarifas de servicios–, son elementos que afectaron sensiblemente el posicionamiento y las perspectivas de las empresas del sector privado de cara al futuro. La reinserción de la Argentina en la economía mundial está también ligada a la resolución del actual impasse de la deuda del sector empresarial. Como se verá en la siguiente sección, la mayor parte de los acreedores de empresas están radicados en el exterior o bien son controlados por accionistas internacionales y, a la vez, una parte importante de las empresas argentinas endeudadas tiene accionistas extranjeros. Finalmente, la experiencia de reforma y cambios subsecuentes a la Ley de Concursos y Quiebras y otras normas, ha dejado la impresión en muchos agentes económicos de que es mejor que el Estado se abstenga de tomar iniciativas y deje totalmente la resolución del tema bajo la responsabilidad del sector privado.

1.4 Sin embargo, la experiencia internacional demuestra que en los casos de crisis financieras sistémicas, es decir donde la insolvencia es en gran parte producto de factores exógenos a las empresas y/o sus accionistas, es necesario recurrir a un ejercicio extraordinario de coordinación, abarcando diversos actores en la ejecución de acciones. Ello se debe a que los problemas de acción colectiva entre múltiples acreedores y los problemas de información asimétrica entre deudores y acreedores se ven agravados en situaciones de alta volatilidad e incertidumbre. La falta de coordinación entre las partes alienta la persecución de estrategias individuales que son subóptimas en términos generales, consumiendo tiempo y recursos fundamentales para las partes. Así, esta opción es una antesala al uso de los sistemas formales de insolvencia, al cual inexorablemente las empresas llegan tarde y en peores condiciones para poder restaurar la viabilidad de sus negocios. Peor aún, el uso masivo de esta opción saturaría todavía más la ya de por sí sobrecargada estructura judicial, aumentando su ineficiencia y potenciando la destrucción de valor económico.

1.5 Incluso, podría pensarse que el problema de la deuda del sector privado no puede comenzar a corregirse sin resolver previamente todas las asignaturas antes mencionadas. Si bien ello es relativamente más plausible en ciertos casos, por ejemplo, el de algunas prestadoras de servicios públicos, ello no necesariamente es cierto en la mayoría de los casos. En efecto, la falta de resolución del tema de la deuda del sector privado a su vez afecta las posibilidades de recuperación económica y la propia solución de los problemas económicos estructurales del país. Por ende, la solución del endeudamiento privado es, a la vez, causa y efecto del proceso de normalización económica. Por tanto, el problema de resolución de la deuda empresaria debe atenderse en forma simultánea y coordinada con el resto de los desafíos que integran la agenda económica del gobierno.

1.6 El objetivo del presente documento es, realizar un diagnóstico de la situación de endeudamiento del sector de empresas y, sugerir una serie de acciones concretas que abarquen diversos campos de acción, con el objetivo de facilitar una solución integral y sostenible del problema de deuda. La estructura del trabajo es la siguiente: en la Sección 2, se describe el estado de situación sobre la base de la información pública disponible y se presenta un relevamiento de datos significativos de la estructura y características de esa deuda. En la Sección 3 se presentan y discuten las principales restricciones -de tipo macroeconómico, legal e impositivo, entre otras- que han impedido un avance más decidido en este frente desde el comienzo de la crisis. La Sección 4 aborda el problema de la coordinación entre los numerosos actores involucrados y el posible rol del Estado en esta materia. Los antecedentes internacionales relevantes para el caso argentino son reseñados en la Sección 5. Finalmente, en la Sección 6 se plantean las principales recomendaciones que surgen del análisis, de cara a lograr una culminación exitosa del proceso.

2. Relevamiento de Datos

2.1 De acuerdo con estimaciones a marzo de 2003, el stock de deuda del sector privado no financiero -que incluye todo tipo de compañías que operan en Argentina, con excepción de las entidades financieras- se descompone de la siguiente manera:[2]

Stock de Deuda del Sector Privado No Financiero por Tipo de Acreedor

Marzo de 2003 – Millones de USD

	No Residentes	Residentes	TOTAL
Títulos de Deuda	12,939	4,000	16,939
Organismos Internacionales	988	-	988
Acreedores Oficiales	1,707	-	1,707
Bancos	11,090	10,972	22,062
En AR$ (*)	-	*9,640*	
Proveedores y Otros	761	-	761
Atrasos	4,164	n/d	4,164
Total	**31,649**	**14,972**	**46,621**

Fuente Elaboración DMA en base a BCRA y MECON

Tipo de cambio USD 1: AR$ 2,96

(*) Pesificado y originalmente en pesos

Los datos pueden registrar diferencias por cuestiones metodológicas o de selección de la muestra

2.2. Por otro lado, seleccionando una muestra de las 350 compañías que operan en Argentina con mayor nivel de endeudamiento[3], los datos que se obtienen son similares. En los cuadros que se exponen a continuación, que contienen información a Junio de 2002, se separa a las compañías según su actividad principal (industrial, comercial y servicios), según la propiedad de las mismas (nacionales y extranjeras[4]) y también en función del mercado al que destinan la mayor parte de su producción:

[2] Desafortunadamente no existe información agregada más actualizada. Sin embargo, datos fragmentarios permiten inferir que el estado de situación del proceso en general ha mejorado moderadamente durante el segundo trimestre de 2003.

[3] Las deudas de estas empresas varían desde los USD3.300 millones, la de mayor endeudamiento, a los 100 mil dólares.

[4] Accionistas extranjeros con una participación mayor al 50% del capital social.

CEF
Centro para la Estabilidad Financiera
Center for Financial Stability

Stock de Deuda del Sector Privado No Financiero por tipo de Firma y Mercado

(en Millones de USD)

		Tipo de Firma			
		Nacionales	Extranjeras	Total	
Sector	Industrial	5.936	17.883	23.819	51,8%
	Comercial	1.463	2.354	3.817	8,3%
	Servicios	3.181	15.160	18.341	39,9%
TOTAL		**10.580**	**35.397**	**45.977**	
		23,0%	77,0%	100,0%	

		Mercado			
		Doméstico		Exportador	Total
		Regulada	No regulada		
Sector	Industrial	1.120	7.949	14.751	**23.820**
	Comercial	19	1.977	1.820	**3.816**
	Servicios	14.789	3.250	302	**18.341**
TOTAL		**15.928**	**13.176**	**16.873**	**45.977**
		34,6%	28,7%	36,7%	

Fuente: elaboración DMA en base a MECON

2.3 Como se observa, las firmas calificadas como extranjeras concentran la mayor parte del stock de deuda (77%). Clasificando de acuerdo al mercado principal al que destinan sus ventas, el 37% de la deuda corresponde a compañías exportadoras, en tanto que 63% son firmas orientadas al mercado local, algunas de las cuales pertenecen al segmento de las compañías reguladas, que han sido las más afectadas debido a la imposibilidad de ajustar sus tarifas.

2.4 Es así que de los diversos análisis realizados surge que la deuda del sector privado no financiero -medida en dólares- supera los USD 46.000 millones. Si se compara este dato con el producto bruto interno (PBI) del país del año 2002, la relación se ubica en torno al 46%[5]. Este mismo indicador en años anteriores se ubicaba en el orden del 15%. También podemos analizar la relación entre el mercado de deuda y el tamaño de la economía. En este sentido, la deuda total de los actores domésticos (suma de deuda pública y privada[6]) casi duplica el nivel de producto de la economía del año 2002, mientras que antes del desencadenamiento de la crisis este cociente rondaba el 70%. De todas maneras, para realizar este tipo de comparaciones debemos tener en cuenta que el producto bruto de la Argentina, medido en dólares, no se

[5] PBI 2002 a precios corrientes: $ 313.000 millones, Tipo de Cambio promedio=3.20, PBI 2002= USD 97936 millones
[6] Deuda Total (Pública y Privada)= USD 182319 millones.

encuentra en su nivel de equilibrio y que, de acuerdo a la experiencia internacional, podría esperarse en el mediano plazo una importante apreciación del tipo de cambio real.

2.5 Por su parte, el impacto de la crisis sobre la *performance y* el *nivel de cobertura* de las compañías privadas puede analizarse observando la evolución de una serie de indicadores antes y después del desencadenamiento de la devaluación y del *default* público. Tomando una muestra de compañías que equivalen a aproximadamente a una tercera parte de la deuda de empresas total se obtienen resultados muy reveladores. El ratio que mide la relación entre la deuda financiera y el Ebitda se incrementa de 3.1 veces en diciembre de 2001 a 5.6 veces en diciembre de 2002, mientras que el índice de cobertura, medido por el ratio Ebitda/Intereses ha caído de 8.8 veces a 3.3:

Indicadores de Cobertura

En millones de dólares

Tipo de Compañía	Deuda Total (en MM USD)		Deuda / Ebitda (*)		Ebitda / Intereses (*)	
	Dic-01	Dic-02	Dic-01	Dic-02	Dic-01	Dic-02
Exportadoras	**6.313**	**4.577**	**3.0x**	**2.1x**	**11.5x**	**6.3x**
Mercado Interno	**9.970**	**9.572**	**3.1x**	**7.3x**	**7.1x**	**1.9x**
Reguladas	8.032	7.834	2.8x	7.2x	7.0x	1.9x
No reguladas	1.938	1.738	4.3x	8.0x	7.8x	2.1x
Total / Promedio	**16.283**	**14.149**	**3.1x**	**5.6x**	**8.8x**	**3.3x**

(*) Anualizado. EBITDA son las ganancias antes de descontar intereses, amortizaciones, depreciaciones e impuestos.
Tipo de cambio USD 1 : AR$ 3.37
Fuente: DMA

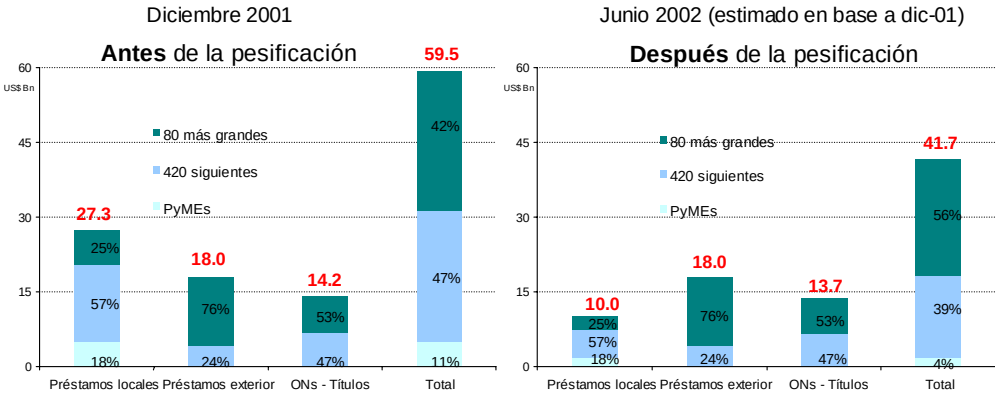
2.6 Un intento para aliviar el problema de la deuda del sector privado fue la *pesificación*. Dejando de lado los controvertidos efectos económicos y sociales de esta medida, el siguiente cuadro muestra que esta decisión no mejoró la situación de compañías medianas y grandes , debido a que éstas tenían en su mayoría deudas regidas bajo ley y jurisdicción extranjera[7] y que no eran, por lo tanto, alcanzadas por los decretos respectivos (Decreto N°214/2002, 320/2002, 410/2002, 704/2002, 1267/2002, entre otros y leyes N° 25.561, 25.587, 25.589, 25.642, 25.713).

[7] (cláusula estándar en casi toda financiación acordada al amparo de la ley de convertibilidad)

CEF
Centro para la Estabilidad Financiera
Center for Financial Stability

Efectos de la Pesificación por Tipo de Deudor

Miles de Millones de USD



Fuente: Elaboración en base a McKinsey.

2.7 En los gráficos se puede observar que los préstamos del exterior y las obligaciones negociables –que es deuda mayormente tomada por compañías medianas y grandes– se mantuvieron casi sin alteraciones luego de la pesificación. Así las 80 mayores empresas tenían antes de la pesificación un stock de deuda de USD 25 mil millones, el cual bajó levemente a USD 23,4 mil millones. Por el contrario, los préstamos con jurisdicción local se redujeron medidos en dólares como consecuencia de su conversión a pesos, beneficiando principalmente a empresas pequeñas e individuos. Así las PyMEs pasaron de deber USD 4,9 mil millones antes de la pesificación a USD 1,8 mil millones después de la pesificación.

A partir de la realidad descripta -en la que los ingresos corrientes (medidos en dólares) se redujeron significativamente como consecuencia de la devaluación mientras que las obligaciones financieras se mantuvieron prácticamente inalteradas-, la mayoría de las compañías privadas han enfrentado serias dificultades para cumplir con los servicios de sus deudas en las condiciones originalmente pactadas. Por ejemplo, en 2002, no fueron pagados el 45% de los intereses y 62% de las amortizaciones de obligaciones negociables emitidas por empresas locales, mientras que hasta julio de 2003 , los porcentajes fueron del 47% y 69%, respectivamente.

Cumplimiento de los Servicios de las Obligaciones Negociables

Empresas	Intereses			Amortizaciones		
(en mill. U$S)	Vencimientos	Impagos	%	Vencimientos	Impagos	%
Total 2002	1,107	496	45%	2,895	1,808	62%
2003 (N - Jul)	641	300	47%	1,991	1,367	69%

Fuente:BBVA Banco Francés, Boletín Diario de la BCBA.

3. Restricciones al avance en el proceso de reestructuración de la deuda privada

3.1 En principio, tanto deudores como acreedores tienen mutuo interés en alcanzar una solución rápida y satisfactoria del conflicto. Es innegable que, debido al interés de cada parte de minimizar la pérdida a su cargo, la solución requerirá cierto tiempo y sucesivas negociaciones hasta llegar a un arreglo. Sin embargo, la generalizada dilación que muestran los procesos de reestructuración obliga a evaluar cuáles son los incentivos y restricciones que enfrentan los actores del problema para alcanzar un acuerdo. Una vez identificados estos obstáculos, en la sección de recomendaciones se discutirán algunos cursos de acción factibles tanto desde la esfera privada como pública. Es conveniente clasificar los temas en cinco categorías: (a) Contexto macroeconómico; (b) Tratamiento legal; (c) Tratamiento impositivo; (d) Tratamiento contable, (e) Marco regulatorio del sistema financiero, y (f) Otros incentivos particulares de deudores y acreedores.

a) Contexto Macroeconómico

3.2 A nivel macroeconómico, la incertidumbre reinante desalentó la concreción de acuerdos definitivos. En la medida que tales acuerdos imponen condiciones a cumplir a lo largo de varios años, resulta importante contar con un razonable horizonte de planeamiento en lo concerniente a variables macroeconómicas claves, tales como el crecimiento, situación fiscal, tasas de interés, los precios (especialmente tarifas de servicios públicos) y el tipo de cambio. Al generar mayor consenso entre las partes a la hora de hacer proyecciones de flujos de fondos y evaluaciones de viabilidad de las empresas, un marco estable y predecible ciertamente ayuda a encarar negociaciones firmes.

3.3 Dado el carácter sistémico de la crisis y la gravitación de los factores macroeconómicos, es importante adoptar un enfoque integral del problema de la deuda, procurando avances en paralelo con la consolidación de la estabilidad macro, con el proceso de resolución de la deuda pública y la normalización del sistema financiero. La falta de resolución de la deuda pública es un factor mencionado en algunas reestructuraciones privadas, por su conexión con el desempeño agregado de la economía y con la presión impositiva futura sobre las empresas. Si el sector privado anticipa que ésta última será muy elevada, es probable que se manifieste el fenómeno de *debt overhang*, por el cual la inversión productiva de las empresas no se reactiva en la medida de lo deseable, con lógicas consecuencias perniciosas sobre la capacidad de repago de las empresas y sobre el crecimiento futuro del país. Finalmente, es menester tomar en cuenta que un alto porcentaje de la deuda del sector privado es con no residentes, por lo cual la credibilidad de los acuerdos con estos acreedores externos se verá reforzada en la medida que se registren avances en la renegociación de la deuda del sector público.

3.4 Similarmente, la dual posición del sistema bancario como acreedor de las empresas en mora y como deudor en mora frente a depositantes locales y acreedores externos no contribuye a definir con claridad los roles de cada grupo involucrado. Al mismo tiempo, la fuerte

exposición del sistema bancario a la deuda pública (aproximadamente 55% de los activos del sistema) compromete la propia solvencia proyectada de algunas de estas instituciones, puesto que ésta es altamente dependiente de la valuación de esos instrumentos y la normativa contable en vigencia. Ello induce una alta preferencia por estructuras de deuda con menores plazos de duración, aun al costo de aumentar los riesgos de nuevos incumplimientos bajo la deuda reestructurada por los acreedores bancarios.

b) Tratamiento legal

3.5 Frente a la insolvencia, hay diversas opciones que ofrece el marco legal y que pueden resumirse en tres, a saber: 1) la actuación individual de los acreedores ejercitando sus derechos legales en jurisdicción local o extranjera, enfrentados a los deudores que se defienden procurando ganar tiempo a la espera de que mejoren las condiciones del mercado o solicitando al juez que establezca la adecuación de las condiciones mediante el reajuste equitativo de las prestaciones (acciones ejecutivas, solicitud de embargos o traba de medidas cautelares sobre bienes del deudor; o juicios ordinarios de cobro de las acreencias); 2) El uso de los sistemas formales de insolvencia bajo la adopción de los remedios típicos que ofrece la legislación concursal, como los pedidos de quiebra por el lado de los acreedores y la petición de concurso por el lado de los deudores; y 3) la negociación extrajudicial de acuerdos de reestructuración empresaria (también llamados *corporate workouts* o, en general, mecanismos "informales" de insolvencia), donde el deudor y sus acreedores tratan de readecuar la estructura de deuda de la firma a fin de preservar el valor de la empresa.

3.6 La actuación individual de los acreedores se convierte en una carrera para apropiarse de los activos de la firma y consume tiempo y recursos. Es de alto costo y alto riesgo para los deudores y no es particularmente atractiva para los acreedores, ya que ellos también deben invertir tiempo y dinero con resultado final muchas veces impredecible, pudiendo incluso resultar no favorecidos en dicha carrera por cobrar primero. Peor aún, tanto para acreedores como para deudores esta opción generalmente es una mera y larga antesala del concurso preventivo, al cual se llegará en peores condiciones para poder restaurar la viabilidad de la empresa.

3.7 Cualquiera sea el juicio de valor que se tenga sobre la legislación concursal argentina o sobre su implementación en la práctica, hay que tener en cuenta que, como cualquier legislación de insolvencia, ésta ha sido concebida para dar soluciones puntuales mediante reorganización o liquidación. Cuando la mayoría del sector empresario se encuentra en grave dificultad económica y/o financiera, por causas que principalmente son de origen exógeno respecto de las empresas, resulta ilusorio pensar que los sistemas formales de insolvencia pueden dar respuesta eficiente a una masiva cantidad de presentaciones judiciales. Los procesos concursales suelen ser largos, complejos, costosos y de resultado incierto. Además, el concurso preventivo encierra el riesgo de la pérdida del capital accionario para el deudor y el potencial fracaso del concurso conlleva el riesgo de la quiebra y la liquidación. A todo ello cabe agregar las complejidades legales que hoy enfrentarían muchos acreedores a la hora de discutir sus derechos en un proceso judicial como el concurso, sobre todo por la falta de precisiones en lo relativo a la cuantificación

de los créditos por las conocidas circunstancias de la pesificación, sus asimetrías y los cuestionamientos constitucionales a ella. Por cierto, la perspectiva de cobrar en una quiebra nunca ha sido atractiva, y menos todavía lo sería en un ambiente de ventas masivas de activos devaluados y escasez de interesados en su adquisición. Desde un punto de vista general, el uso masivo de esta opción saturaría aún más la ya de por sí sobrecargada estructura judicial, aumentando su ineficiencia y potenciando el riesgo de mayores costos para todas las partes involucradas en el proceso.

3.8 Por último, 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 en una crisis sistémica. 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. 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-, dependen con exclusividad de 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 decisión 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.

3.9 Como se mencionara anteriormente, muchos acreedores, están legalmente exentos de la pesificación de sus créditos denominados en moneda extranjera por regirse dichas acreencias por ley extranjera, hallándose por tanto sujetas sus eventuales controversias judiciales a la jurisdicción de tribunales de terceros países. Dada la importancia que los acreedores extranjeros tendrían -y tienen- en la solución de la reestructuración del sector corporativo argentino, resulta imprescindible desarrollar un mecanismo de negociación que persuada a aquellos de que el fuero local ofrece bajo riesgo y la posibilidad certera de mayores beneficios que un largo litigio fuera de la Argentina. Ello constituye una razón fundamental en el caso argentino para promover soluciones dentro del marco de los mecanismos informales de insolvencia, respaldados en la medida que sea posible por la reputación de otras entidades privadas o cuasi-públicas. A excepción de la regulación de los Acuerdos Preventivos Extrajudiciales, estos mecanismos no han sido desarrollados en Argentina y ello constituye quizá la mayor restricción legal para una adecuada resolución del tema de la deuda del sector privado.

c) Tratamiento Impositivo

3.10 Las transacciones ligadas a la reestructuración tienen diversos efectos de tipo impositivo sobre deudores y acreedores, y es preciso remover barreras en este sentido para hacer más atractiva la búsqueda de soluciones mutuamente beneficiosas y crear incentivos adicionales que impulsen a las partes a lograr acuerdos extrajudiciales . Por supuesto, cualquier incentivo tributario debería contemplar y minimizar el costo para el fisco en términos de pérdida de recaudación y de mala utilización de tales mecanismos por parte de los sectores beneficiados y de otros que deseen acogerse a los mismos. Sin embargo, la evaluación del costo fiscal tampoco debería ignorar la compensación parcial o total de los ingresos actuales a partir de la restauración de condiciones micro y macroeconómicas más favorables en el futuro, con impacto directo sobre la recaudación. Con estas salvedades, se han identificado diversos puntos generales que ameritan una revisión, con carácter temporario y foco específico en los casos de reestructuración, que se detallan en el Anexo I.

3.11 Es preciso notar de todos modos que existen numerosas normas tributarias que se podrían revisar para fomentar un marco de incentivos adecuados para la resolución de la deuda privada. Incluso, algunas de ellas significan gravar hechos que en otras circunstancias no lo estarían. Ejemplo de este tipo de restricción impositiva lo constituyen los casos de canjes de obligaciones negociables en el mercado de capitales (donde los valores existentes contaban con oferta pública y por tanto con los beneficios fiscales correspondientes) por nuevos valores estableciendo nuevas condiciones surgidas del acuerdo. Al respecto, persiste una duda razonable sobre la condición de oferta pública de los nuevos valores. Por ende, resulta incierto su tratamiento fiscal, pese a no haber ninguna renta gravable y siendo evidente que la realidad económica prescribiría el mantenimiento de los beneficios fiscales.

d) Tratamiento Contable

3.12 Con relación al tratamiento contable no se perciben sesgos significativos sobre los incentivos a avanzar en el proceso de reestructuración. A priori, las normas contables pueden influir tanto en la decisión de iniciar una reestructuración (versus la alternativa del status quo) como en la preferencia por cierto tipo de opciones de reestructuración dentro del posible menú. En el primer caso, si bien las reestructuraciones podrían implicar para las empresas en *default* un importante resultado positivo de acuerdo con las normas contables locales, este resultado probablemente no compensará en su totalidad la pérdida contable que muchas de estas compañías han acumulado desde la devaluación del peso, aunque probablemente lo mejore. Consecuentemente, la decisión inicial de comenzar el proceso de reestructuración sigue estando determinado por decisiones estratégicas financieras y de negocios. Con respecto al segundo punto, tampoco se visualizan claros incentivos hacia una opción en detrimento de otras, puesto que al momento de presentar las distintas alternativas a los acreedores, el valor presente de cada una debe ser el mismo. En caso contrario, los inversores se inclinarían claramente por la alternativa cuyo valor presente fuese mayor. Como la norma contable argentina exige que se compare el valor presente de las nuevas alternativas con la antigua emisión, no se generan incentivos para que las empresas se limiten a reestructurar sus pasivos con un único tipo de instrumento financiero.

e) Marco Regulatorio del Sistema Bancario

3.13 El crucial rol de los bancos sugiere la necesidad de examinar la adecuación del marco regulatorio presente a la necesidad de facilitar el proceso de resolución de la deuda privada. En su rol de acreedores de las empresas privadas, cualquier acuerdo de refinanciación impactará sobre el balance de las entidades bancarias. El marco regulatorio podría condicionar la disposición de los bancos y otras entidades financieras a resolver los casos y la preferencia por ciertas alternativas sobre otras. En particular, las normas de previsionamiento, 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 sobre la tenencia de paquetes accionarios de empresas no financieras.

f) Otros incentivos

3.14 Finalmente, debe tenerse en cuenta que algunos actores decisivos pueden enfrentar circunstancias individuales que compliquen las posibilidades de resolución de la deuda. En primer lugar, es previsible que el anuncio de acuerdos en los casos de mayor resonancia pública actúe como un mecanismo de presión para que otros acreedores y deudores muestren mayor predisposición a negociar. El modesto progreso logrado hasta el momento atenta contra este tipo de incentivo indirecto. En segundo lugar, la incertidumbre económica e institucional incrementa, para un amplio número de deudores y acreedores, el valor de la opción de esperar antes de arribar a un acuerdo definitivo. Una flexibilidad acotada de los términos del arreglo ayudaría a socavar esta reticencia a la negociación, haciéndola al mismo tiempo menos vulnerable a escenarios cambiantes. No menos relevante es la renuencia de las partes a aceptar pérdidas y a acordar un esquema de distribución equitativa de las mismas.

3.15 Por el lado de los acreedores, deben destacarse los siguientes factores que pueden entorpecer la consecución de acuerdos: (a) la probable presencia de *holdouts*, esto es, acreedores minoritarios que se mantienen al margen de las negociaciones a la espera de obtener un pago superior al resto; y (b) las posibles discrepancias en las preferencias de los distintos subgrupos de acreedores (nacionales vs. extranjeros, grandes vs. pequeños, etc.) en cuanto a la estructura del arreglo -tasas, plazos quitas, compensaciones.

3.16 Por el lado de los deudores, se presentan varias situaciones a considerar: (a) ciertos deudores pueden resistirse a asumir una parte sustancial o la totalidad de las pérdidas argumentando que su incapacidad de pago es atribuible a causas sistémicas y no al riesgo empresarial asumido; (b) las empresas con viabilidad dudosa se ven beneficiadas por la dilación del proceso, una vez que los actuales accionistas anticipan la próxima pérdida del control de la empresa y de sus rentas de control en favor de los acreedores; (c) los administradores de determinadas empresas pueden mostrarse renuentes a brindar toda la información relevante a la

reestructuración por temor a debilitar su posicionamiento estratégico frente a los acreedores; y (d) en el caso de algunos deudores domésticos de capital extranjero, que detentan una porción importante de la deuda privada, pueden existir incentivos impositivos en los países de origen al abandono de la inversión, incentivo que se acrecienta ante la expectativa de escenarios futuros de baja rentabilidad.

4. Necesidad e importancia de coordinar acciones ante crisis sistémicas- Rol del Estado

4.1 El proceso de resolución de la deuda privada debe entenderse como un delicado ejercicio de coordinación entre un conjunto de elementos interdisciplinarios (relacionados a la macroeconomía, al sistema bancario, al marco legal, el tratamiento impositivo, etc.), que incluye la acción cooperativa de todos los actores involucrados, esto es, las empresas, el conjunto de los acreedores locales y extranjeros y el gobierno. Las soluciones unilaterales, como las que intentó en sus comienzos la administración interina post-crisis, constituyen una muestra palmaria del tipo de errores que se pueden cometer si se pierde de vista la compleja naturaleza del tema.

4.2 La experiencia demuestra que las propuestas de solución han sido diversas en función del nivel de intervención estatal en estas cuestiones. Las posiciones van desde las resoluciones lideradas por el Estado o las libradas sólo por el sector privado. Ambas posturas extremas tienen sus pros y sus contras. Por un lado, parecería que el Estado no puede dejar totalmente desamparadas a las empresas locales (de capital nacional o extranjero) y a los acreedores frente a una crisis sistémica desatada en gran medida como consecuencia directa por sus políticas. La principal ventaja de esta estrategia es que podría contribuir a una más acelerada resolución del problema. Esta intervención estatal requiere evaluar adecuadamente los costos fiscales asociados a soluciones como el seguro de cambio o un bono de compensación. A esto debe sumarse la señal perversa que se enviaría a los inversores, quienes podrían llegar a prestar en el futuro al sector privado sin medir adecuadamente los riesgos bajo la expectativa de que el gobierno saldrá nuevamente en su rescate en caso de dificultades.

4.3 Otra alternativa de intervención pública podría ser el dictado de una norma de carácter general que establezca las pautas (en términos de quita, tasa de interés y plazos) que debe seguir todo proceso de resolución del sector privado. Una estrategia de esta naturaleza puede castigar excesivamente a los acreedores de las empresas que se encuentran en mejores condiciones para honrar sus compromisos, agregando así un elemento de incertidumbre para quien está dispuesto a proveer nuevo financiamiento. Para estas mismas empresas, conspiraría contra el objetivo del proceso de reducir el costo de capital futuro de la economía, al provocar distorsiones sobre el esquema de incentivos e impedir la diferenciación de riesgos de acuerdo a los méritos de cada compañía.[8]

4.4 Por el contrario, una solución sin intervención estatal tiene la ventaja, cuando los mercados operan eficientemente, de que es el resultado de la negociación de las propias partes

[8] Este riesgo podría limitarse si las compañías que lo desearan pudieran mejorar los términos establecidos en la norma. De todas formas, el riesgo de esta alternativa estaría dado principalmente por su impacto negativo en los mercados, por el grado de intervención que implican y la "arbitrariedad" de las pautas que se fijen.

interesadas siendo la totalidad de los costos y beneficios adecuadamente internalizados por las partes. Sin embargo, cuando existen fallas de mercado -tales como la falta de cooperación entre deudor y acreedores y entre los mismos acreedores, la existencia de un excesivo poder en la negociación de una de las partes (acreedores o deudores) o la falta de incentivos para que los bancos o empresas reestructuren sus deudas, problemas de información asimétrica, etc.-, difícilmente las partes puedan alcanzar acuerdos razonables, demorando así la recuperación de la actividad económica.

4.5 Una desventaja adicional de esta solución es que el proceso puede ser considerablemente más prolongado si es importante el número de los casos sin guía. Si bien la vía judicial puede ser una solución apropiada para algunos casos, la misma puede ser ineficiente para la gran mayoría. Y si el número de casos que llegan a resolverse por esta vía es muy importante, las pérdidas de eficiencia por destrucción de valor son aún mayores. Este tema es particularmente relevante para el caso argentino, ya que los problemas de administración de la justicia local, la inexistencia de un fuero especializado en quiebras y la lógica incapacidad para administrar el concurso de una potencial gran cantidad de empresas resultarían en un mayor perjuicio para el sistema económico.

4.6 La implicancia de mayor peso de este análisis es que la intervención del Estado no es necesaria cuando el problema es limitado y los mercados funcionan eficientemente, pero sí cuando la crisis es sistémica y tiene efectos sobre la economía, o cuando las fallas de mercado son importantes. Este último parecería ser el caso de Argentina.

5. Antecedentes relevantes de otros países

5.1 Si bien el caso argentino exhibe ciertas peculiaridades, varios países desarrollados y en desarrollo han atravesado recientemente por situaciones comparables, que ofrecen lecciones que deberían ciertamente capitalizarse al momento de delinear una estrategia de resolución. En particular, resultan de especial interés para Argentina las experiencias del sudeste asiático y de Turquía (ver Anexo III).

5.2 Entre los hechos estilizados más relevantes se destacan:

- El proceso de resolución ha sido en general prolongado (hasta 5 años), pero las primeras medidas se tomaron a pocos meses de iniciada la crisis;
- Ante crisis sistémicas, el sistema judicial es desbordado en capacidad, haciendo menester el funcionamiento aceitado de mecanismos extrajudiciales. Con variantes, el enfoque más popular ha sido el *London Approach*, que se resume en el Anexo II de este documento;
- El marco legal, impositivo y contable fue ajustado, en forma relativamente rápida, a las necesidades impuestas por el proceso de reestructuración;
- Se verificó una importante cohesión política interna sobre la necesidad de avanzar en el proceso;
- 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 moderado éxito 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 no contribuyó financieramente en forma significativa al saneamiento de las empresas no financieras ni de las instituciones bancarias, pero sí brindó incentivos impositivos y regulatorios.

6. Recomendaciones y propuestas

6.1 Se ha sostenido en este documento que el proceso de reestructuración de la deuda privada exhibe una preocupante lentitud y que su resolución deberá simultáneamente atender la necesidad de erradicar los problemas de los actuales acreedores y deudores a la vez que facilitar la recreación del crédito en el futuro. Aunque se trata de un proceso inherentemente privado –y que debe por tanto dirimirse a través de negociaciones entre los propios acreedores y deudores-, es insoslayable asignar un papel activo al Estado, tanto en el establecimiento de condiciones macroeconómicas propicias, como en la remoción de barreras microeconómicas al progreso de tales negociaciones y, fundamentalmente, como promotor de reformas legales y regulatorias que propicien incentivos adecuados, estableciendo un claro sistema de premios y castigos. Para alcanzar estos objetivos y minimizar los actuales obstáculos, sería deseable que se tomen en consideración las siguientes recomendaciones:

A. Contexto macroeconómico y rol del Estado

- **El carácter sistémico y su responsabilidad parcial en el desencadenamiento y desarrollo de la crisis justifican una actuación determinada por parte del Estado en la resolución de la deuda privada.** De cualquier forma, esta participación no debería manifestarse en forma de aportes financieros ni de regulaciones taxativas sobre los procesos de reestructuración.
- **El Estado debería tomar acción concreta para fomentar el diálogo entre los principales participantes en el proceso de resolución de deuda empresarial: los acreedores privados (nacionales y extranjeros), las agencias multilaterales de crédito, las empresas deudoras y el Estado mismo.** Los objetivos de este diálogo deben comprender acordar reglas de juego para el proceso, comunicar la estrategia económica de mediano plazo del Gobierno, e identificar los obstáculos regulatorios.
- **El proceso de resolución de la deuda privada no puede abordarse en forma aislada de la estabilización macroeconómica, la resolución de la deuda pública y la normalización del sistema bancario.** Este conjunto de factores interactúa marcadamente entre sí y en consecuencia su solución debería avanzar en forma paralela y sostenible en el tiempo. Por supuesto, el avance en el proceso de resolución no debería quedar totalmente supeditado al progreso en aquellos frentes.
- **En vista de la necesidad de encontrar soluciones balanceadas que eviten la pérdida innecesaria de valor tanto a mediano como a largo plazo, debe adoptarse a futuro el criterio fundamental de proteger los derechos de los acreedores.** Está claramente documentado a partir de la experiencia internacional que el desarrollo del crédito está firmemente asociado a la protección legal de los acreedores. La voluntad de los ahorristas locales y extranjeros de financiar la inversión y el consumo doméstico depende de la existencia de recaudos efectivos para el repago de la deuda ante situaciones de debilidad financiera de los deudores. Tales recaudos se asientan en un marco macroeconómico sustentable, en un cuerpo legal inamovible que establezca con

precisión los derechos y obligaciones en los contratos financieros y en un sistema judicial eficiente que vele por el cumplimiento de esas cláusulas.

- **En resumen, deberían enviarse al mercado señales firmes y creíbles de que el Estado: (a) está comprometido con el saneamiento del sector público y el sistema financiero, y (b) establecerá un marco normativo adecuado para promover los acuerdos extrajudiciales, sin discriminar en contra de los acreedores ni de los deudores, garantizando en cambio condiciones percibidas como equitativas en un contexto de crisis sistémica.** Tales medidas contribuirán sustancialmente a la minimización del riesgo moral y los incentivos perversos que éste genera sobre la voluntad del sector privado para avanzar en las negociaciones. Asimismo, la prescindencia del Estado obligará a deudores y acreedores a enfocar las negociaciones de acuerdo al desempeño comercial y financiero esperado de la compañía, sin necesidad de considerar el impacto de eventuales medidas estatales sobre la estrategia óptima de las partes en litigio.
- **La construcción de una base de datos sobre el *universo* de los procesos de reestructuración, con información actualizada de carácter público sobre las empresas y los acuerdos alcanzados constituiría una iniciativa de bajo costo y alto valor agregado por parte del Estado.** Esta base de datos serviría no sólo para dar una señal de la prioridad que el Estado asigna al tema, sino que también proveería información útil para las partes y para el mercado en general. Adicionalmente, el monitoreo de las compañías afectadas permitiría detectar abusos en la utilización de sus eventuales beneficios impositivos, legales y contables.

B. Aspectos Impositivos

- **Debería considerarse la posibilidad de por lo menos eliminar el sesgo que en reiteradas ocasiones aumenta la carga impositiva sobre las operaciones estrictamente ligadas al proceso de reestructuración y, por un período limitado, considerar reducir las condiciones legales requeridas para la deducción de las quitas pactadas, sopesando los costos fiscales en el presente y los incrementos de recaudación esperados en el futuro.** Asimismo, deberían otorgarse ciertos beneficios adicionales a aquellos acreedores y deudores que alcancen acuerdos extrajudiciales, como un incentivo para una más rápida solución de las reestructuraciones pendientes. En el Anexo I se presenta un resumen de las principales medidas generales que podrían tomarse en consideración.

- **Deberían considerarse normas que ayuden al repago de las deudas tributarias y se otorguen planes o facilidades especiales cuando el resto de los acreedores hayan acordado un plan de reestructuración de los pasivos empresariales.** Los términos de dichas facilidades no deberían ser mejores que el tratamiento que asumen los acreedores privados a fin de alinear los intereses del Estado como acreedor con los del sector privado.

C. Aspectos legales

- **Un marco legal que perfeccione el actual instituto del Acuerdo Preventivo Extrajudicial y lo complemente con un procedimiento extrajudicial, contribuiría a incentivar la participación de los acreedores locales y de aquellos extranjeros recelosos de la eventual falta de neutralidad de cualquier autoridad local, y a asegurar cierta protección que la empresa deudora, y aún sus acreedores principales, podrían necesitar durante el período de negociación.** Respecto a las mejoras necesarias con respecto al reciente instituto del Acuerdo Preventivo Extrajudicial, podemos mencionar, entre otras: 1) clarificar los efectos legales de su homologación y diferenciándolo del concurso preventivo de modo tal que, entro otros efectos, pueda no afectar a parte de los acreedores quirografarios (ej. Proveedores); 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); 3) permitir la posibilidad de presentarse al juez con minorías inferiores a las previstas pero relevantes y obtener un plazo adicional para la obtención de las conformidades faltantes bajo el amparo de una moratoria automática); y 4) establecer que su incumplimiento no impida un posterior concurso y lleve a la quiebra. Asimismo, el referido esquema debería incluir una serie de disposiciones transitorias que incentiven a acreedores y deudores a llegar a un acuerdo sin recurrir a la justicia. El Anexo IV detalla las sugerencias de cambios legales.

- **A esta reforma se la debería complementar con un mecanismo informal de negociación.** Los principales elementos de este nuevo mecanismo informal deberían ser: (1) una suspensión (*standstill*) de medidas procesales de ejecución forzosas, incluyendo limitaciones al ejercicio de compensaciones unilaterales por parte de ciertos acreedores, por tiempo limitado e improrrogable, ordenada judicialmente frente a la comprobación de ciertos recaudos demostrativos de que la empresa evidencia intención de negociar de buena fe, con apropiadas salvaguardas para los acreedores y la posibilidad de que pueda ponerse fin a dicha suspensión anticipadamente cuando ello se justificase; (2) la asignación de una prioridad o preferencia al dinero fresco que se provea en préstamo, específica y comprobadamente destinado a la reestructuración empresaria, en condiciones legalmente definidas; (3) la selección de un foro de negociación reconocidamente prestigioso que, a requerimiento de la empresa y/o de los acreedores llamados a negociar, pueda ofrecer servicios de ayuda al proceso de negociación (expertos en facilitar la negociación, árbitros, entorno apropiado neutral, etc.) y comprobar el cumplimiento de los recaudos mínimos definidos por el marco legal; (4) limitación de las empresas deudoras que pudieran hacer uso de este mecanismo, en función de su importancia expresada por el volumen de su pasivo o el número de sus dependientes; (5) flexibilidad en cuanto a los acreedores que deben invitarse a negociar, aunque con la exigencia de algún porcentaje de relevancia en el pasivo si es que la empresa ha de obtener el efecto de suspensión arriba mencionado;

(6) flexibilidad en cuanto al contenido del plan y a las condiciones de su instrumentación; (7) flexibilidad en cuanto al mecanismo a utilizar para la negociación, el uso o no de comités de acreedores, acreedor líder, etc.; (8) distintas alternativas y grados de obligatoriedad para el plan, según la significación de las aprobaciones obtenidas, desde el mínimo umbral de su obligatoriedad sólo para los firmantes, hasta la posibilidad de su rápida y económica conversión –aprobación judicial mediante- en un verdadero acuerdo preventivo extrajudicial (APE) que como tal, resulte obligatorio aun para las minorías que no prestaron su conformidad (*prepackaged agreement*); y (9) elementos que inhiban y/o penalicen el comportamiento oportunista de aquellos deudores que hagan un uso inadecuado de este mecanismo o sólo lo utilicen como maniobra dilatoria. Una de las iniciativas más avanzadas en este sentido lo constituye un borrador de proyecto de ley preparado en el Ministerio de Justicia, respecto del cual entendemos que existen muchos aspectos mejorables, pero que es particularmente valioso en cuanto a su aporte al mejoramiento del instituto de Acuerdo Preventivo Extrajudicial. En el Anexo IV se hace un análisis comparativo del mismo vis-à-vis la legislación actual y algunas propuestas de perfeccionamiento al mismo.

- **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 largo plazo.** 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

adecuada y no en base a información histórica –principalmente contable- como es la requerida actualmente.

CEF
Centro para la Estabilidad Financiera
Center for Financial Stability

ANEXO I

Aspectos impositivos: Posibles modificaciones a considerar

A fin de incentivar la concreción de acuerdos extrajudiciales, los siguientes beneficios sólo alcanzarían a quienes suscriban acuerdos de refinanciación o reestructuración celebrados antes de determinada fecha (por ejemplo, dentro de los 12 meses de finalizada la emergencia dispuesta por la Ley No. 25.561) , sea a través de un APE, del Programa o mediante acuerdos privados relativos a deudas existentes al 31 de Diciembre de 2001 y registradas en los estados contables del deudor.

A. IMPUESTO A LAS GANANCIAS

A1. Determinar las restricciones para los acreedores a la deducción de condonaciones o quitas

- Incorporar acuerdos extrajudiciales que incluyan acciones de cobro como "índice de incobrabilidad", permitiendo la deducción apropiada sin necesidad de forzar concursos o quiebras.
- Beneficiario: Acreedor Local
- Norma Afectada: Art. 136 LIG y cc.

A2. Flexibilizar condiciones para la reorganización de empresas afectadas por un nuevo acuerdo

- Condición: cumplimiento de requisitos generales con anterioridad o posterioridad a la reorganización.
- Facilitar la fusión y escisión de sociedades que hubieran alcanzado un acuerdo extrajudicial.
- Beneficiario: Deudor
- Acreedor Local
- Norma Afectada: Art. 77 LIG y cc.

A3. Posibilitar la transferencia de quebrantos originados por condonaciones y quitas entre empresas de un mismo conjunto económico y extender el período de prescripción de los quebrantos generados por las mismas

- Eliminar el requisito de antigüedad de 2 años de participación en el capital. La transferencia generaría una "consolidación fiscal" por excepción sin necesidad de entrar en procesos formales de reorganización (fusión)
- Posibilidad de limitar a determinadas actividades controladas o con fuerte nivel de fiscalización.
- Posibilidad de constitución de garantías.
- Beneficiario: Acreedor Local
- Norma Afectada: Art. 19 LIG
- Beneficio correlativo: crédito fiscal del 35% sobre quitas

A4. Mantenimiento de exención de ON´s y titulos emitidos por fideicomisos financieros refinanciados o reestructurados, cualquiera sea su instrumentación

- Beneficiario: Acreedor y Deudor
- Norma Afectada: Art. 36 bis Ley de ON y Ley de Fideicomiso

A5. Estudiar reconocer crédito fiscal (equivalente al 35%) a acreedores del exterior por quitas que aceptaron

- Sería aplicable contra nuevas financiaciones otorgadas y eventualmente se puede acotar su utilización a cierto tipo de financiaciones (p.e. bienes de capital, exportaciones, construcción)
- Posibilidad de instrumentarlo como un bono (transferible)
- Posibilidad de gravar con un impuesto la transferencia de los bonos. Entidad de registro: Caja de Valores, entidad oficial u otra entidad privada.
- Beneficiario: Acreedor del Exterior
- Norma Afectada: Nuevo artículo (Art. 93 bis LIG)

A6. Analizar eximir la ganancia emergente de condonaciones o quitas recibidas o de la dación en pago de activos

- Poco relevante para las compañías que tuvieron fuertes pérdidas por diferencia de cambio.
- Beneficiario: Deudor
- Norma Afectada: Art. 20 LIG

A7. Analizar proveer exención de intereses devengados por deudas reestructuradas (o alternativamente, inaplicabilidad de limitaciones a su deducción)

- En su caso, eliminar la restricción derivada de las "reglas de capitalización exigua" que impiden la deducción en caso que el monto total de pasivos que generan intereses no supere 2,5 veces el patrimonio y que el monto de intereses no supere el 50% de la ganancia neta sujeta a impuestos.
- Beneficiario: Deudor
- Norma Modificada: Art. 20 LIG (o en su caso, Art. 81 LIG)

A8. Eximir de la aplicación del llamado "impuesto de igualación" a las utilidades a las que se haya otorgado un tratamiento especial en este régimen

- Evitar que las exenciones aquí propuestas, que generarán utilidades consideradas no gravables en cabeza del perceptor mientras las mismas se mantengan sin distribuir, sean gravadas en el momento de la distribución de dividendos a los accionistas.
- Beneficiario: Accionistas de acreedores y deudores
- Norma Modificada: Art. 69 LIG

B. IMPUESTO AL VALOR AGREGADO

B1. Mantenimiento de exención de Ons y titulos emitidos por fideicomisos financieros refinanciados o reestructurados, cualquiera sea su instrumentación

- Beneficiario: Deudor y Acreedor
- Norma afectada: Art. 36 bis Ley de ON y Ley de Fideicomiso

B2. Crédito fiscal por hechos imponibles impactados por la quita otorgada por el acreedor y débito fiscal para el deudor

- Beneficiario: Acreedor y Deudor
- Norma afectada: Art. a crear

- Crédito equivalente a la alícuota del 21 % de la quita sobre conceptos originalmente gravados por el impuesto

B3. Diferimiento del momento del nacimiento del hecho imponible en el caso de intereses de la deuda pre o post-reestructuración a la fecha de la efectiva disposición y/o cancelación

- Beneficiario: Acreedor
- Norma afectada: Art. 5 Ley de IVA
- Reemplaza la actual definición de nacimiento de hecho imponible para los intereses de instrumentos de deuda comprendidos en el Régimen de Resolución de Deudas aquí propuesto

B4. No aplicación del IVA a prestaciones financieras del exterior reestructuradas con utilización económica en el país ni a prestaciones financieras del país reestructuradas

- Beneficiario: Acreedor y Deudor
- Norma afectada: Art. 7 Ley de IVA

B5. Implementación de un mecanismo eficiente de transferencia de créditos fiscales (saldos técnicos) de deudores a acreedores en concepto de cancelación de deudas reestructuradas

- Beneficiario: Acreedor y Deudor
- Norma afectada: Nuevo artículo Ley de IVA

C. IMPUESTO A LA GANANCIA MÍNIMA PRESUNTA

C1. Eximir de la base de cálculo a los activos financieros reestructurados.

- Beneficiario: Acreedor
- Norma afectada: Incorporación al art. 3 Ley de Ganancia Mínima Presunta

C2. Posibilidad para el deudor de deducir las deudas reestructuradas del activo computable para determinar el impuesto, en su caso, limitándose su alcance a que los fondos recibidos en préstamo se hubieren utilizado para fines distintos de capital de trabajo

- Beneficiario: Deudor
- Norma afectada: Incorporación al art. 4 y modificación al artículo 13 Ley de Ganancia Mínima Presunta

D. IMPUESTO A LOS DEBITOS Y CREDITOS BANCARIOS

D1. Eximir las transacciones vinculadas a procesos de reestructuración.

CEF
Centro para la Estabilidad Financiera
Center for Financial Stability

ANEXO II

El London Approach

1. A fines de los 80s, el Banco de Inglaterra desarrolló una serie de principios para ordenar el proceso de reestructuración corporativa, conocidos como el "London Approach".

2. Dada su responsabilidad de velar por la estabilidad del sistema bancario, el Banco de Inglaterra intentó promover el establecimiento de un marco coherente que permitiera alcanzar acuerdos voluntarios entre las partes, minimizando de esta manera las pérdidas de los bancos como acreedores y los efectos negativos sobre el sistema económico derivados de las dificultades que sufría el sector corporativo.

3. Su intervención se justificaba en el intento por resolver las fallas de mercado surgidas por problemas de coordinación o conflictos de intereses entre acreedores, evitando los problemas que surgen al aplicar los regímenes formales, tales como: a) la liquidación de compañías viables en el largo plazo con problemas de liquidez; b) la incapacidad para reorganizar compañías antes de que se vuelvan insolventes; y c) los problemas de acción no controlada, que surgen si los acreedores actúan cada uno por su cuenta.

4. El mecanismo de intervención se daba a través de un código informal que abarcaba un conjunto de principios tendientes a conseguir acuerdos consensuados sin necesidad de aplicar las leyes de insolvencia formales. Entre estos principios, podemos destacar:

   - Los acreedores acuerdan otorgarle al deudor el tiempo suficiente (*standstill*) para obtener y evaluar la información y las propuestas que se formulen. La duración del *standstill* no se encontraba predeterminada pero se asumía que la existencia de demoras o atrasos innecesarios conspiraría contra las posibilidades de éxito del proceso.
   - Los acreedores deben evitar acciones que tiendan a fortalecer su posición en contra del deudor y en contra de los otros acreedores. Esto evita la posibilidad de que un acuerdo contractual se vea frustrado por la acción de algún acreedor particular.
   - Durante el *standstill* el deudor no debe adoptar decisiones que podrían afectar negativamente las perspectivas futuras de los acreedores, tales como el ofrecimiento de garantías o hipotecas a los acreedores que no participan del acuerdo, la transferencia de activos o valor fuera de la compañía o la venta de activos a terceros por debajo del valor de mercado.
   - La coordinación durante el *standstill* entre acreedores y con el deudor se ve facilitada por la selección de comités y por la contratación de asesores (contables, financieros y legales). Los coordinadores de los comités deben ser elegidos por el acreedor financiero con mayor exposición.
   - Durante el *standstill*, el deudor proveerá acceso en tiempo a la información razonable y relevante a fin que los acreedores realicen una adecuada evaluación de la situación de la compañía. Las propuestas que se presentarán para concretar el rescate o

reestructuración podrán involucrar la provisión de liquidez adicional en forma transitoria. En otros casos, puede ser necesario el reconocimiento de pérdidas, la conversión de deuda por capital el cambio de los términos y condiciones de la deuda.

- Las propuestas para resolver las dificultades financieras deberán reflejar la ley aplicable y las posiciones relativas de cada acreedor al momento del inicio del *standstill*. Los acreedores compararán la oferta que reciban con lo que teóricamente hubieran podido obtener si forzaban una reestructuración formal o incluso otras opciones disponibles. Estos cálculos pueden ser luego utilizados a la hora de evaluar propuestas de conversión de deuda a *equity* o cuando sea necesario efectuar el *write-off*.
- La información obtenida para los propósitos de evaluación del deudor o de cualquier propuesta deberá ser asequible a todos los acreedores relevantes y tratada de forma confidencial. Es esencial que todos los acreedores relevantes sean provistos de la misma información relativa al deudor. Asimismo, a menos que se establezca explícitamente lo contrario, la información recibida tiene carácter de confidencial.
- Si se proveen fondos adicionales durante el *standstill* o bajo cualquier propuesta de rescate, el repago de estos fondos deberá tener prioridad. Durante el *standstill* es normal que el deudor requiera financiamiento adicional. Los acreedores querrán normalmente asegurarse que los nuevos fondos sean genuinamente necesarios y que el repago esté asegurado. Asimismo es habitual que los nuevos fondos tengan prioridad de repago. Para asegurar el repago se pueden obtener garantías sobre activos relevantes. Sin embargo, la existencia de cláusulas que impiden la cesión en garantía de bienes a ciertos acreedores y no a todos (*negative pledge*) u otras complicaciones legales pueden trabar estas cesiones.

5. Las etapas que debía seguir el proceso son las siguientes:

a. Los acreedores aceptan considerar una solución no estatutaria a las dificultades financieras del deudor.
b. Los acreedores acuerdan mantener corrientes las facilidades, permitiéndole al deudor continuar con el curso normal de los negocios y, en ciertos casos, proveerle financiamiento adicional.
c. Se reconoce la existencia de distintas clases de acreedores, que acuerdan repartir equitativamente las pérdidas entre aquellos de una misma clase.
d. Los acreedores encargan una revisión independiente de la viabilidad de la compañía en el largo plazo, basado en la información disponible.
e. Los acreedores designan un banco para facilitar las discusiones.
f. Los acreedores acuerdan por unanimidad que la compañía es viable en el largo plazo.
g. Los acreedores consideran distintas alternativas para resolver la situación financiera del deudor. Entre ellas, la posibilidad de extender los vencimientos, la provisión de fondos adicionales o la conversión de deuda en capital.
h. Estos acuerdos están condicionados a la implementación de un plan de negocios acordado, que puede incluir cambios en el *management*, la venta de activos o divisiones o la toma de la compañía por parte de los acreedores.

6. Como resultado de esta iniciativa, una cantidad sustancial de compañías del Reino Unido ha sido exitosamente reestructurada a comienzos de los ´90. Más importante aún, la aparición de esta iniciativa del Banco de Inglaterra ha dado lugar a mecanismos similares que han sido exitosamente implementados en otros países emergentes como Corea, Malasia, Indonesia, Tailandia y Turquía.

CEF
Centro para la Estabilidad Financiera
Center for Financial Stability

ANEXO III

La experiencia asiática

1. En general, la crisis desatada en el sudeste asiático en el año 1997 enfrentó a las compañías de esa región a cuatro tipos de problemas: a) la suba en las tasas de interés incrementó los servicios de deuda pactados a tasa flotante y, cuando estaban disponibles, de los nuevos créditos y refinanciaciones; b) la devaluación incrementó en moneda local la carga de las deudas y los servicios de aquellas compañías que estaban endeudadas en moneda extranjera; c) los bancos más debilitados, con el objetivo de recomponer su poca liquidez, solicitaron el repago de las deudas y se negaron a proveer financiamiento adicional a las compañías; y d) la caída de la demanda interna afectó el flujo de caja de las compañías disponible para mantener las operaciones y hacer frente a los servicios de deuda.
2. Previendo que los sistemas judiciales locales se verían desbordados en su capacidad para atender los problemas de insolvencia de miles de empresas grandes y medianas, las autoridades de Indonesia, Corea, Malasia y Tailandia establecieron un marco extrajudicial para facilitar las negociaciones voluntarias entre deudores y acreedores. Se esperaba que estos procesos ofrecieran resoluciones más rápidas y en mejores condiciones para las partes.
3. Si bien se establecieron reglas de juego más formales, los principios generales se desarrollaron sobre la base del *"London Approach"*. Las características más salientes, comunes a todos los países, eran:

- La existencia de comités de acreedores o de acreedores que lideraban el proceso.
- Los acreedores le otorgaban al deudor un período de espera que podía durar entre los 2 y los 6 meses.
- Los acreedores brindaban a la compañía la oportunidad de presentar un plan de rehabilitación de la misma.
- Se designaron asesores para realizar un análisis de las compañías en dificultades.
- Las compañías debían difundir abierta y transparentemente toda información relevante para el proceso de renegociación.
- Las propuestas definitivas se aprobaban con mayorías mínimas del 75% de los acreedores.
- Durante el proceso los bancos debían previsionar fuertemente las carteras afectadas. Esto obligó a los reguladores a reorganizar el sistema financiero, mediante cierres, fusiones, liquidaciones y capitalización de entidades.
- Los gobiernos crearon agencias de reciclado de activos (*Asset Management Companies, AMC*) para recibir parte de los créditos cedidos por las instituciones financieras.
- Se prestó particular atención a tratar de disminuir o eliminar los impedimentos legales, impositivos y regulatorios para el adecuado funcionamiento de este proceso de acuerdos voluntarios.

- Los acuerdos alcanzados generalmente contemplaban la extensión de vencimientos, el otorgamiento de períodos de gracia, la reducción de tasas de interés, la conversión de la deuda por capital o por deuda convertible, la provisión de dinero nuevo y la venta de activos no estratégicos.

Turquía

4. 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.
5. 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.
6. 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).
7. 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.

CEF
Centro para la Estabilidad Financiera
Center for Financial Stability

ANEXO IV

MODIFICACIONES A LA LEY DE CONCURSOS Y QUIEBRAS
(Cuadro comparativo)

Instituto	Ley 24.522	Proyecto Min. Justicia	CEF
Acuerdo Preventivo Extrajudicial (APE) Legitimados (art. 69)	Deudor que se encontrare en cesación de pagos o en dificultades económicas o financieras de carácter general.	Idem ley más dos o más personas que integren un conjunto económico. Incorpora en el caso del conjunto económico que al menos una debe estar en cesación de pagos o en dificultades económicas o financieras de carácter general, y que puede afectar a las restantes.	Idem
Forma (art. 70)		Libertad de formas. **Nuevo Agregado**: Incorpora la certificación notarial de las firmas y de la representación invocada. Asimismo, aclara que no es necesario que las firmas de los acreedores deban ser tomadas todas en el mismo día.	Idem **Comentario**: Sería importante aclarar que es factible consumar la reestructuración y novar deuda existente por nueva deuda antes de solicitar la homologación judicial con fines de extender el acuerdo a los acreedores que no participaron de la reestructuración.
Art. 71: Contenido del acuerdo.	Se refiere a la libertad de contenido en que puede consistir el acuerdo	El acuerdo puede prever categorías de acreedores. Los acreedores que no hayan prestado su conformidad pueden solicitar su inclusión en cualquier categoría. La incorporación posterior está sujeta a la adopción de la categoría más parecida.	Idem. Es importante aclarar que ello aplica a aquellos que hubiesen sido reconocidos como tales con posterioridad al acuerdo. Además, debe aclararse que pueden presentarse propuestas alternativas aún cuando no haya categorización y que la propuesta debe establecer el tratamiento de los disidentes y el mecanismo en caso de sobresuscripción.

Requisitos para la homo-logación (art. 72°)	1. Estado detallado de activo y pasivo. 2. Listado de acreedores. 3. Listado de juicios y/o procesos administrativos 4. Enumerar los libros de comercio 5. El monto del capital que representa los acree-dores que han firmado el acuerdo	1. Justificar la existencia de la persona jurídica. 2. Acreditación de personería del solicitante. 3. Informe de CPN dando cuenta de los libros contables y doc. Respal-datoria La certificación debe aclarar que no existen otros acreedores registrados. Además cambia en todos los casos el término "informe" por el de "certificación". 4. Estado de activo y pasivo a la fecha de la solicitud, con informe de CPN. La información no puede exceder, como máximo, de 45 días de antigüedad. 5. Nómina de acreedores + informe contable res-pecto de su debida regis-tración. En su caso, fundar la razonabilidad de la categorización. La nómina debe contener el teléfono y el correo electrónico. 6. Las conformidades con firma certificada por Es-cribano Público. 7.- Certificación contable respecto del cómputo de las mayorías. 8. Si medió PNERA, acompañar las actuacio-nes.	1 y 2 Idem 3. Dictamen en vez de informe, el cual deberá además individualizar los libros y último folio utilizado. 4, 5, 6, 7, 8 y 9. Idem Sugerimos acompañar un informe preparado por la entidad de registro sobre la conducta del deudor, si previamente hubo un procedimiento informal tipo PNREA[9] (art. 12 bis PNREA), y siempre que las partes requieran que exista este informe durante el proceso

[9] Se refiere al denominado "Programa de Negociación para la Reestructuración Empresaria Abreviada, con complementaba al mencionado Proyecto elaborado en el ámbito del Ministerio de Justicia.

Efectos de la presentación	Se suspenden todos los actos de ejecución forzada y acciones de contenido patrimonial contra el deudor.	Mediando la conformidad de la mayoría del art. 73, si acompaña conformidades que como mínimo importen el 50% del capital, el Juez puede disponer la suspensión por 30 días corridos como máximo, debiendo acompañarse el resto de las conformidades en dicho plazo bajo apercibimiento de caducidad del procedimiento. Esta facultad no podrá ser utilizada si medió previa-mente un PNRA. Incorpora la posibilidad de apelar la denegatoria cuando el rechazo se fundara en incumplimiento de los requisitos formales o en la inexistencia de conformidades suficientes. Impide al deudor realizar actos que importen alterar la situación de causa o título anterior a la presentación.	Sugerimos limitar la posibilidad de compensaciones unilaterales por parte de acreedores financieros. Sugerimos que el plazo sea de 90 días y que, si existieran bonistas, la mayoría se compute sobre los acreedores no bonistas, otorgando el juez el plazo antes citado (prorrogable por 30 días si mediaran razones fundadas) para permitir la realización de la asamblea y/o la correspondiente oferta de canje. Aclara la posibilidad de recurrir ante el Juez, lo que no surgía con total claridad.

Mayorías (art. 73)	Conformidad de la mayoría absoluta acreedores que representen el 2/3 del capital.	Idem más alternativa: Acreedores que representen el 75% del pasivo total involucrado y que no sea inferior al 50% del pasivo incluido en cada categoría. Incorpora la aplicabilidad del procedimiento previsto en el art. 45 bis al APE. Asimismo incorpora las mismas exclusiones que para los concursos (art. 45).	Aclarar que no se toman en cuenta los pasivos que no son objeto del APE Respecto de los tenedores de bonos la mayoría debería computarse únicamente por capital, conforme un procedimiento similar al 45 bis de la ley actual.

Publicidad (art. 74)	Publicación por 5 días en BO de jurisdicción del Tribunal y diario de gran circulación del lugar.	Idem, más efectos del art. 27,28 y 30 (falta de publicación se asimila a desistimiento)	Idem

Oposición (art. 75)	Pueden oponerse al acuerdo los acreedores denunciados y los que fueron omitidos culposa y/o dolosamente por el deudor.	Amplía el plazo para los acreedores extranjeros de 10 días a 30 días. Incorpora la causal del inc. 4 del art. 52 Si no media oposición, el juez puede homologar o no.	Idem.
Homologación.	Si no media oposición, el juez homologa.	Idem	Idem
Efectos	Se aplica a todos los acreedores quirografarios de causa anterior a la presentación.	Idem	
Imposición a otras cate-gorías (art. 52 LC).	Nada dice	Rechaza expresamente la posibilidad de imposición a las categorías disidentes	Queda a arbitrio del juez.
Posibilidad de concurso ante falta de honologa-ción.	Nada dice	Idem	Repite el concepto del concurso, respecto que no se puede presentar dentro del año.
Regulación de honorarios por las impugnaciones	No se tiene en cuenta el monto sino solo las tareas		Idem

Tipificación pequeños concursos (art. 288)	Que se dé cualquiera de estas tres circunstancias: 1.- Que el pasivo denun-ciado no alcance la suma de $ 100.000 2.- Que el proceso no presente mas de 20 acree-dores quirografarios 3.- Que el deudor no posea mas de 20 trabajadores en relación de dependencia.	Pasivo inferior a 15.000 pesos oro y que no tengan mas de 20 trabajadores en relación de dependencia	Idem

Procedimiento pequeños concursos (art. 288 bis)	Trámite similar al de los grandes concursos, con poco requisitos menos.	Procedimiento Novedoso	Idem
Opciones		1.- Etapa de mediación previa concursal 2.- Prescindir de esa etapa y pedir que tramite como concurso preventivo.	

		3.- Pedir su propia quiebra.	
Requisitos		1.- Documentación que acredite su existencia en caso de personas jurídicas 2.- Nómina de acreedores 3.- Descripción de los bienes que conforman su activo. 4.- Detalle de los procesos judiciales 5.- DDJJ respecto de la veracidad de los datos brindados.	
Presentación conjunta		Caso de conjunto económico, incluyendo los cónyuges.	
Apertura		Resolución dentro de los 5 días de la presentación que dispone: 1.- Designación de audiencia para sorteo de síndico o mediador. 2.- Orden de publicar edictos. 3.- Inhibición general para disponer y gravar bienes. 4.- Plazo de 30 días para observar créditos denunciados o solicitar inclusión de omitidos. 5.- Anotación en Registro de Juicios Universales.	
Efectos. Actuación de mediador		Colabora para que el deudor llegue con sus acreedores a un acuerdo. Si hay acuerdo y se obtienen las mayorías, puede pedir la homologación. De no haber acuerdo, la gestión del mediador concluye a laso 60 días contados de la aceptación del cargo.	
Continuación del trámite		Fracasada la instancia de mediación, el Juez dicta	

		resolución fijando un período de exclusividad por 20 días.	
Reconocimiento de créditos		1.- Acreedores tienen que presentar su pedido de verificación. 2.- Síndico presenta un informe individual de los créditos, debiendo pronunciarse sobre la correspondencia existente entre la denuncia efectuada por el deudor y sus registros contables. La denuncia efectuada por el deudor equivaldrá a la confesión de deuda. 3.- El deudor y los acreedores pueden observar el informe dentro de los 5 días de presentado y el Juez debe resolver dentro de los 10 siguientes.	
Presentación de las conformidades		Si las consigue, se somete a homologación. Si no se consiguen, se decreta la quiebra.	

Conversión de la quiebra en pequeño concurso.	No preveía régimen especial	Permitido hasta los 5 días posteriores a la publicación de edictos de la quiebra.	Idem

Tramite y plazo de la pequeña quiebra	No preveía régimen especial	Se concede un plazo máximo de 3 meses para liquidar los bienes.	Idem

Existencia de PNREA anterior (art. 15)			Acompañar al concurso el informe previsto por el inc. 6°, art. 8°. Síndico deberá valorarlo en oportunidad de los art. 35 y 39, y lo mismo en juez, en oportunidad 36, la prórroga del art. 49 y la extensión del acuerdo a categorías que no se hubiese obtenido la mayoría legal.

Disposiciones transitorias (art. 16)	N/A	N/A	1.- Estas disposiciones se aplican a los concursos abiertos y solicitudes de homologación de APEs solicitadas durante la vigencia de la Ley de Emergencia N° 25.561 o dentro de los 12 meses de su finalización (y para las quiebras derivadas de los mismos). 2.- Incorporación de beneficios fiscales 3.- Los créditos en moneda extranjera que así fueran reconocidos se considerarán de valor $1 = U$S 1 al sólo efecto del computo de mayorías. (*) 4.- Reducción de las mayorías necesarias para aprobar la propuesta (arts. 45, 45 bis, 47 y 73) al 51 % siempre que el considere que la propuesta es equitativa (a la luz del principio del esfuerzo compartido) no es discriminatorio en los términos del artículo 52, inciso 2 (b)(iii). (*) 5.- Facultad del juez de efectuar reajuste equitativo por vía incidental 6.- En el supuesto de quiebra, rige el $1 a U$$ para el cómputo del dividendo falimentario si existían acreedores locales pesificados. (**) 7.- Se suspende el cómputo del CER en los concursos. La ley es de orden público y carecen de fuerza ejecutoria las sentencias o laudos arbitrales extranjeros que se opongan a la misma.

(*) En la Propuesta del CEF, la modificación de las mayorías para aprobar un APE (Punto 4) y la modificación de la base de cálculo de los votos ($1:U$S1) de los créditos en moneda extranjera para votar (Punto 3), no deben concurrir conjuntamente.

(**) El objetivo de esta propuesta de modificación de la base de cálculo para calcular el pago del dividendo liquidativo de una quiebra tiene dos finalidades: 1) reestablecer el principio de tratamiento equitativo entre acreedores pesificados y acreedores no pesificados; y 2) para que los acreedores no pesificados tengan más incentivos para reestructurar y no forzar la quiebra de las empresas locales. Si aplica esta propuesta, éstos deberían votar en todos los casos conforme al monto de sus créditos no pesificados en la reestructuración (bajo APE o concurso).

CEF
Centro para la Estabilidad Financiera
Center for Financial Stability

ANEXO V

Normas de conducta en casos de dificultades de pagos

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.