



REESTRUCTURACIÓN DE DEUDA DE MERCADO DE CAPITALES (CORPORATIVA Y DE FIDEICOMISOS)

Diego Serrano Redonnet

8 de julio de 2008

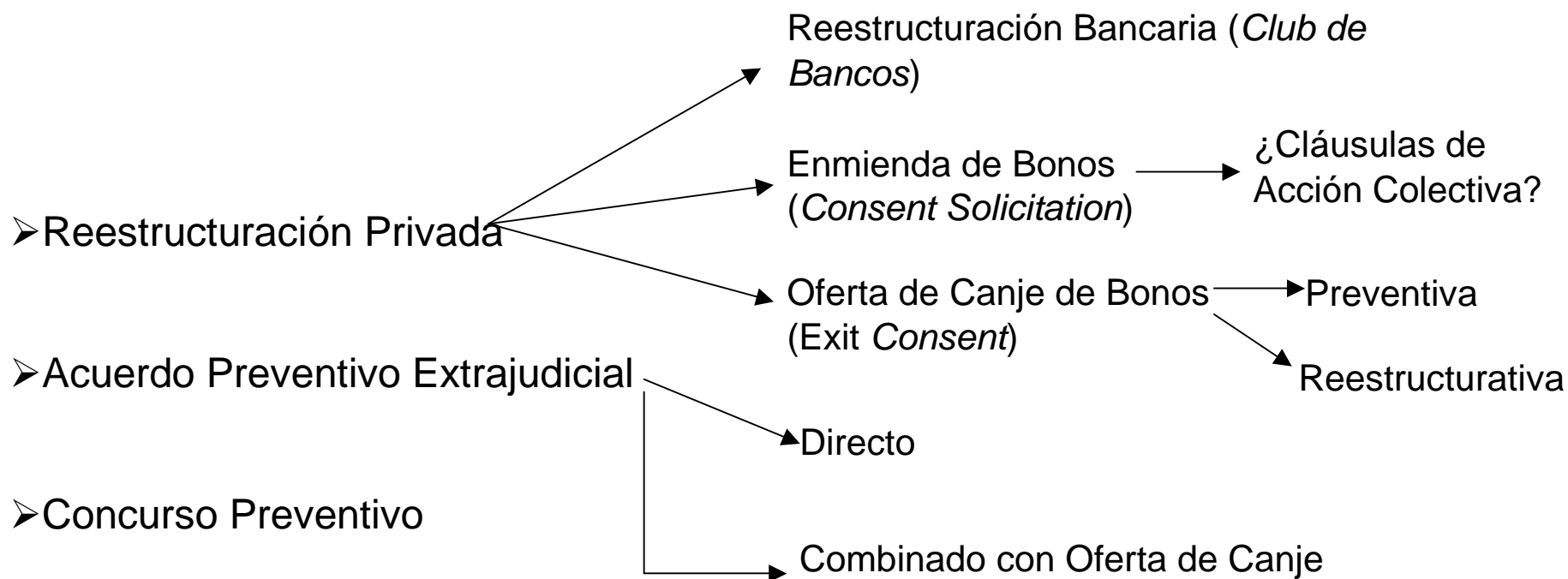
PEREZ ALATI, GRONDONA, BENITES,
ARNTSEN & MARTINEZ DE HOZ (h)
ABOGADOS

REESTRUCTURACIÓN DE DEUDA CORPORATIVA - OBJETIVOS



- Evitar una crisis financiera.
- Mantener una razonable posición de caja.
- Mantener la operación de la empresa y sus inversiones anuales en mantenimiento.
- Resolver la situación financiera de la empresa en forma definitiva a mediano y largo plazo: determinar un nuevo perfil de endeudamiento que sea sostenible dentro del nuevo contexto macroeconómico.
- Mantener el control de la empresa por parte de los accionistas actuales.

REESTRUCTURACIÓN DE DEUDA CORPORATIVA - ALTERNATIVAS LEGALES



REESTRUCTURACIÓN PRIVADA



- Términos y Condiciones (*Term Sheet*)
 - Negociación —→ LONDON APPROACH (WWW.INSOL.ORG)
 - Standstill
 - Ventajas
 - Desventajas
 - Acuerdo de Confidencialidad
 - Plazo
 - Negociación Simultánea de Documentación
 - Paridad de Tratamiento

REESTRUCTURACIÓN PRIVADA



- Negociación Documentación Definitiva
 - Acuerdos de pago simple, de evolución y/o de liquidación
 - Garantías
 - Ofertas de Canje - Exit Consents
 - Tender Offers - Cash Auctions
 - Novación
 - Aportes Fondos Frescos
 - Subordinaciones
 - Uso del Fideicomiso
- Closing Simultáneo

ACUERDO PREVENTIVO EXTRAJUDICIAL (APE)



- Negociación del Acuerdo
- Requisitos de Admisión
- Acreedores incluidos
- Contenido
- Forma
- Combinación con Oferta de Canje / Exit Consent
- Presentación
 - Efectos
- Publicidad
- Oposición
- Homologación
 - Requisitos
 - Efectos
 - Mayorías



REESTRUCTURACIÓN DE DEUDA CORPORATIVA - ANÁLISIS COMPARATIVO

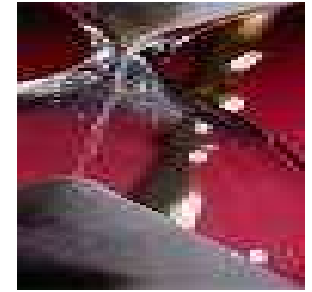
Tema	Concurso Preventivo	APE	Reestructuración Privada
Acreeedores Incluidos	Incluye a los acreedores quirografarios, pudiendo el deudor realizar propuestas específicas a los acreedores privilegiados ^[1] . Incluye tanto a acreedores financieros como comerciales.	Incluye únicamente a los acreedores quirografarios. Incluye únicamente a los acreedores financieros ^[2] .	Puede incluir tanto a los acreedores quirografarios como a los acreedores privilegiados. Incluye únicamente a los acreedores financieros.
Intereses	Suspensión del curso de los intereses correspondiente a créditos quirografarios.	No aplicable.	No aplicable.
Créditos	Posibilidad de discutir la legitimidad de créditos dudosos.	No existe tal posibilidad ^[3] .	No existe tal posibilidad.
Juicios contra el Deudor	Se prohíbe la iniciación de juicios contra el deudor con causa u origen anterior a la presentación en concurso preventivo. Todos los juicios de contenido patrimonial pendientes de resolución al momento de la presentación en concurso quedan suspendidos.	Se prohíbe la iniciación de juicios contra el deudor con causa u origen anterior a la fecha de presentación del APE para su aprobación. Todos los juicios de contenido patrimonial pendientes de resolución al momento de la presentación en concurso quedan suspendidos.	No aplicable.

^[1] Si la propuesta incluye una propuesta específica para los acreedores privilegiados, dicha propuesta deberá ser aprobada por la totalidad de los acreedores privilegiados.

^[2] Sin perjuicio de que el APE se aplica a todos los acreedores quirografarios, en la práctica se ha solido limitar la categoría de acreedores afectados por esta alternativa de reestructuración a los acreedores financieros.

^[3] Debe tenerse en cuenta que, junto con el APE, el deudor deberá presentar un listado de acreedores y, probablemente, no incluirá en dicho listado a los acreedores que considere dudosos. Sin perjuicio de lo antes mencionado, aquellos acreedores que consideren que no han sido incluidos, podrán solicitar al juez su inclusión en el APE siempre que acrediten que han sido errónea o injustamente excluidos de tal listado.

REESTRUCTURACIÓN DE DEUDA CORPORATIVA - ANÁLISIS COMPARATIVO (Cont.)



Tema	Concurso Preventivo	APE	Reestructuración Privada
Ejecución de Garantías	La Ley de Concursos otorga al deudor la posibilidad de solicitar la suspensión de dichas ejecuciones hasta 90 días.	No existe tal facultad ^[1] .	No existe tal facultad.
Plazos	Existencia de un extenso plazo para negociar la propuesta de acuerdo preventivo y obtener las mayorías requeridas por la ley (aproximadamente un año a contar desde la presentación en concurso preventivo).	El plazo para negociar la propuesta de acuerdo es menor. Existencia de presión por parte de acreedores menores y disidentes.	El plazo para negociar la propuesta de acuerdo es menor. Existencia de presión por parte de acreedores menores y disidentes.
Oponibilidad a los Acreedores	El acuerdo preventivo homologado por el juez interviniente es válido y oponible frente a todos los acreedores, incluyendo aquellos acreedores que no hubieran aprobado dicho acuerdo. Los acreedores privilegiados mantienen el derecho a ejecutar sus garantías.	El APE homologado por el juez interviniente es válido y oponible frente a todos los acreedores, incluyendo aquellos acreedores que no hubieran aprobado dicho acuerdo. Los acreedores privilegiados mantienen el derecho a ejecutar sus garantías.	Aquellos acreedores que se negaran a consentir la oferta de canje mantienen sus derechos a iniciar las acciones legales contra el deudor de conformidad con los términos y condiciones de su deuda, o a solicitar la declaración de quiebra de la empresa.

^[1] Aún cuando la presentación del APE para su homologación no suspende los procesos de ejecución, se podría sostener que suspende las subastas.

REESTRUCTURACIÓN DE DEUDA CORPORATIVA - ANÁLISIS COMPARATIVO (Cont.)



Tema	Concurso Preventivo	APE	Reestructuración Privada
Costos	<p>Implica mayores costos: Tasa de justicia: 0,75% de la deuda reestructurada. Posibilidad de extender el plazo del pago de la tasa de justicia conforme a la R.G. de la A.F.I.P. N° 1818/2005 (modificada por la R.G. de la A.F.I.P. N° 1916/2005). Honorarios de los asesores legales y el síndico, incluyendo honorarios de los asesores legales del deudor y del síndico: los mismos deben fijarse entre el 1% y el 4% de los activos de la compañía. En el caso en que dichos activos excedan la suma de \$100.000.000, no podrán superar el 1% en relación a dicho exceso.</p>	<p>Los costos son menores que aquellos correspondientes a un concurso preventivo: Tasa de justicia: 0,25% de la deuda reestructurada. Posibilidad de extender el plazo para pagar la tasa de justicia conforme a la R.G. de la A.F.I.P. N° 1818/2005 (modificada por la R.G. de la A.F.I.P. N° 1916/2005). Honorarios de los asesores legales y de los bancos.</p>	<p>El costo está constituido, en su mayoría, por los honorarios de los asesores legales y de los bancos intervinientes</p>
Imagen	Negativa	Neutra	Positiva

REESTRUCTURACIÓN DE DEUDA CORPORATIVA - ANÁLISIS COMPARATIVO (Cont.)

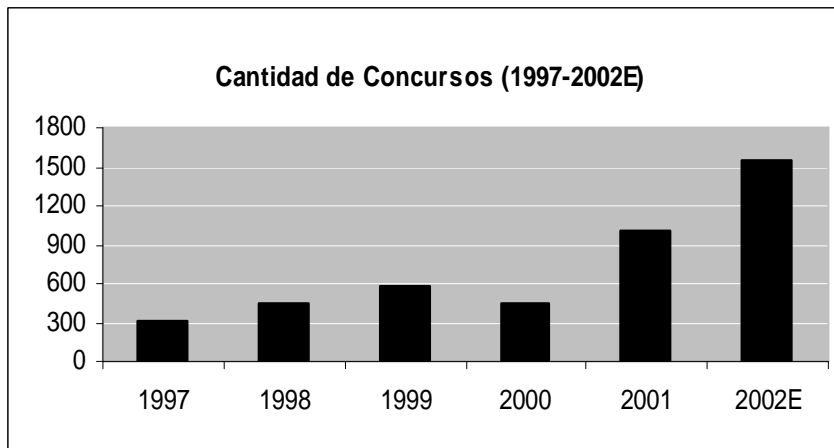


Tema	Concurso Preventivo	APE	Reestructuración Privada
Administración de la Empresa	<p>Aún cuando el deudor conserva la administración de la empresa existe cierta interferencia o limitación en el manejo: La administración es vigilada por el síndico o el fiduciario.</p> <p>Determinadas operaciones (por ejemplo: disposición de ciertos activos, gravamen de activos, emisión de títulos y en general, aquéllos que excedan el curso ordinario de los negocios) requieren aprobación judicial.</p> <p>El deudor está facultado a optar por la continuación de aquellos contratos con prestaciones recíprocas pendientes, debiendo contar para ello con autorización judicial previa.</p>	<p>No existen limitaciones a la administración de la empresa por el deudor, con excepción de aquéllas que pudieran establecerse en los términos y condiciones del APE.</p>	<p>No existen limitaciones a la administración de la empresa por el deudor, con excepción de aquéllas que pudieran establecerse en los términos y condiciones de los nuevos títulos a ser emitidos en la oferta de canje.</p>
Imposibilidad de llegar a un acuerdo	<p>En el caso de que el deudor no lograra reunir las mayorías necesarias para la aprobación del acuerdo preventivo, se inicia el procedimiento de <i>cramdown</i>. La declaración de quiebra es la consecuencia inmediata del fracaso de este procedimiento.</p>	<p>En el caso de que el deudor no lograra reunir las mayorías necesarias para la aprobación del APE, conserva el derecho a presentarse en concurso preventivo.</p>	<p>En el caso de que el deudor no lograra llegar a un acuerdo con sus acreedores conserva la facultad de utilizar el procedimiento del APE o presentarse en concurso preventivo.</p>

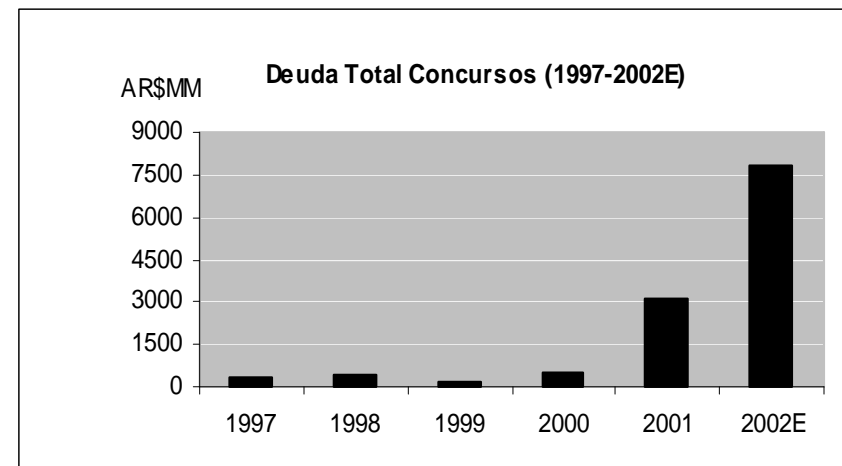
REESTRUCTURACIÓN DE DEUDA CORPORATIVA - CASOS CONCRETOS



- Desde 1998, las compañías argentinas enfrentaron un mercado doméstico en recesión, con grandes limitaciones de acceso al crédito.
- Los concursos aumentaron significativamente durante 2001, y alcanzaron un nivel record en 2002. Los concursos más grandes fueron Sociedad Comercial del Plata (U\$S 800 MM), IMPSAT (U\$S 1.100 MM), Aerolíneas Argentinas (U\$S 800 MM), Correo Argentino (U\$S 250 MM) y Fargo (U\$S 180 MM), entre otras.



Fuente: Ambito Financiero



Fuente: Ambito Financiero

REESTRUCTURACIÓN DE DEUDA CORPORATIVA - CASOS CONCRETOS (Cont.)



- Sin embargo, la mayoría de las grandes compañías endeudadas optaron por realizar la negociación con sus acreedores fuera de los tribunales, es decir, en forma privada.
- Esto se produjo en aquellos casos en los cuales las compañías tuvieron “la opción” de elegir el “no concurso”, y no recibieron pedidos de quiebras, embargos, o juicios diversos por montos significativos que no pudieran atender depositando a embargo.
- Con la nueva legislación para Acuerdos Preventivos Extrajudiciales (APE), las compañías tienen una opción que les permite alcanzar algunos objetivos del concurso preventivo sin el costo y el tiempo que éste implica.
- Se combinó luego el APE como “disuasivo” junto con la reestructuración privada y ofertas de canje (MetroGAS, TGN, Transener y TGS).
- ¿Vuelta de la reestructuración de deuda privada? ¿Reapertura de procesos?

REESTRUCTURACIÓN DE DEUDA CORPORATIVA - CASOS CONCRETOS (Cont.)



Instrumentación de los acuerdos

- Entre los instrumentos elegidos para perfeccionar los arreglos, el acuerdo privado sin intervención judicial ha sido el preferido
 - Más del 50% de la deuda analizada se reestructuró o se propone reestructurar de esta forma
- En general el proceso con intervención judicial servía como marco de referencia de los acuerdos
 - Sin embargo, buscando reducir costos para las partes en términos de tiempo y dinero se terminaba optando mayoritariamente por acuerdos privados

DATOS (US\$ M)	Canjes de Mercado	APEs	Acuerdos Privados	Indefinidos	TOTAL
Cerrados	4.478	4.873	11.163	0	20.514
# de compañías	5	8	30	0	43
Mayorías alcanzadas	0	0	0	0	0
# de compañías	0	0	0	0	0
Pendiente	0	0	0	1.604	1.604
# de compañías	0	0	0	4	4
TOTAL	4.478	4.873	11.163	1.604	22.119
% del total	20,2%	22,0%	50,5%	7,3%	100%
# de compañías (*)	5	8	30	4	47

(*) No incluye las compañías en situación corriente ni las que se encuentran en concurso

Fuente: elaboración de AGM Finanzas – Aguirre González Marx & Asociados

PEREZ ALATI, GRONDONA, BENITES,
ARNTSEN & MARTINEZ DE HOZ (h)
ABOGADOS

REESTRUCTURACIÓN DE DEUDA CORPORATIVA - CASOS CONCRETOS (Cont.)



Dado que se trata de una situación de crisis generalizada (crisis sistémica), se produjeron hechos que en contextos macroeconómicos relativamente normales no se producirían:

- Compañías con intereses impagos desde mediados de 2001 iniciaron negociaciones a mediados de 2002 y la gran ola de reestructuraciones recién se acaba en 2005 y 2006. Procesos largos y con variaciones en los acreedores (ingreso de fondos).
- Propuestas de reestructuración con quitas de principal como standard.
- Condonación, o pago parcial, de PDI.
- Acreedores dispuestos a tomar “equity” de sus deudores en algunos casos (Transener, TGN, AUSOL, etc.) (aunque hay muy alta resistencia a “entregar” las compañías: caso Telecom).

CASOS CONCRETOS



El impacto de la crisis del año 2001 varió en función de las características particulares de cada compañía.

Impacto			
Ventas	Dolarizadas	Pesificadas con Inflación	Pesificadas Fijas / Reguladas
Costos, Gastos e Inversiones	Pesificados ⊖	Pesificados con Inflación	Dolarizados ⊕
Deuda	Pesificada		Dolarizada

- Por ejemplo, una compañía con un alto porcentaje de sus ventas de exportación, costos mayormente en pesos, y deuda financiera pesificada probablemente estará mejor ahora que antes de diciembre 2001. Este es el caso de traders de granos, compañías textiles, exportadores de servicios, etc.
- Por el contrario, una compañía con ingresos pesificados regulados, algunos de sus costos dolarizados, deuda financiera dolarizada, e inversiones dolarizadas atravesó una grave crisis. Esta fue la realidad de la mayoría de las empresas de servicios públicos argentinas (utilities).

CASOS CONCRETOS



- **Autopistas del Sol (AUSOL):** Concesión de autopistas. Primera compañía del sector que reestructuró sus pasivos por U\$S 482 MM en junio de 2004.
- **Hidroeléctrica Piedra del Águila (HPDA):** Generadora hidroeléctrica. Cierre definitivo en junio de 2004 con un total de pasivos por U\$S 321 MM.
- **Transportadora de Gas del Sur (TGS):** Transportadora de gas. Reestructuró pasivos por U\$S 1.167 MM en diciembre de 2004.
- **Transener:** Transportadora del sector eléctrico. Concluyó la reestructuración de U\$S 453 MM en junio de 2005.
- **MetroGAS:** Distribuidora de gas. Cerrada en 2006.
- **Edenor:** Distribuidora de electricidad. Cerrada en 2006.
- **Transportadora de Gas del Norte (TGN):** Transportadora de gas. Cerrada en 2006.

CASOS CONCRETOS ANÁLISIS DE RECUPERO



Compañía	Deuda (en U\$S MM)	Fecha del Closing	RECUPERO ⁽¹⁾	
			Capital	Capital + PDI
Ausol	482	Jun-04	65,0%	54,6%
HPDA	321	Jun-04	66,3%	55,2%
TGS	1.167	Dic-04	99,3%	86,7%
Transener	453	Jun-05	75,6%	60,5%
2004 – 2005	2.423		83,7%	71,3%
MetroGAS	552	2006	86,3%	67,9%
Edenor	505	2006	81,5%	80,1%
2006			90,9%	80,1%
Total			86,7%	74,9%
Central Puerto	417	86,5%	66,2%	

^[1] Recupero = Valor Presente (@11%) de la Propuesta sobre valor nominal de la deuda pre-reestructuración (con o sin PDI, según corresponda).

CASOS CONCRETOS

ANÁLISIS DE RECOMPRA EN EFECTIVO



Compañía	Deuda	Fecha del Cierre	Precio ⁽¹⁾	Cash Utilizado	Cash/Deuda
Ausol	482	Jun-04	38,0%	3,1	0,6%
HPDA	321	Jun-04	45,0%	40,5	12,6%
TGS	1.167	Dic-04	No hubo	No hubo	No hubo
Transener	453	Jun-05	55,0%	60,6	13,4%
2004-2005	2.423		45,9%	104	8,3%
TGN		2006	78,7%	47,6	7,2%
MetroGAS	552	2006	75,0%	112,5	20,4%
Edenor		2006	76,1%	169	9,9%
Total			63,4%	273,0	9,2%
Central Puerto	417	2006	75,0%	90	21,6%

[¹] El precio se mide sobre capital. Para los promedios de cada período y el total el precio de la Recompra en Efectivo se ponderó en función del monto reestructurado.

CASOS CONCRETOS ANÁLISIS DE LA OPCIÓN DE DEUDA PAR



Compañía	Deuda (en U\$S MM)	Fecha del Cierre	Duración (años) ⁽¹⁾	Tasa de Interés ⁽¹⁾	Recupero (@ 11%) ⁽¹⁾
Ausol	482	Jun-04	4,2	4,1%	65,5%
HPDA	321	Jun-04	4,4	4,4%	62,5%
TGS	1.167	Dic-04	4,1	7,6%	86,7%
Transener	453	Jun-05	4,6	4,6%	69,4%
2004-2005	2.423		4,3	5,9%	76,0%
TGN		2006	3,1	6,4%	97,2%
MetroGAS	552	2006	4,7	6,8%	92,3%
Edenor	505	2006	5,4	6,6%	71,7%
2006			4,3	6,8%	88,1%
Total			4,3	6,3%	81,0%
Central Puerto	417	2006	3,3	5,6%	82,0%

^[1] Los promedios de cada período y el total se ponderaron en función del monto reestructurado.

CASOS CONCRETOS EQUITY ENTREGADO A ACREEDORES



Compañía	Deuda (en U\$S MM)	Fecha del Cierre	Entrega Equity	% Entregado ⁽¹⁾
Ausol	482	Jun-04	Sí	30,0%
HPDA	321	Jun-04	No	---
TGS	1.167	Dic-04	No	---
Transener	453	Jun-05	Sí	19,0%
2004-2005	2.423			
TGN		2006	Sí	20,0%
MetroGAS	552	2006	No	---
Edenor	505	2006	No	---
2006				
Central Puerto	417		No	---

[1] Calculado post emisión de las nuevas acciones.

CASOS CONCRETOS CAMBIO DE ACCIONISTAS



- Como consecuencia del proceso de reordenamiento se produjeron cambios en la composición accionaria de muchas compañías

Cambios de accionistas no ligados directamente a la oferta de reestructuración				Cambios de accionistas por conversión de deuda en capital (en el marco de ofertas de reestructuración)	
Resolución de la deuda <u>previa</u> a la transferencia		Resolución de la deuda <u>posterior</u> a la transferencia			
1	Cablevisión	1	CGC	1	Achard
2	CIESA (*)	2	Citelec (**)	2	Aisoi
3	Citelec (**)	3	Edeinsa	3	Banco de Galicia
4	CTI	4	Edemsa	4	Cablevisión
5	Disco	5	Edenor	5	Capex
6	Loma Negra	6	Emdesa	6	Thyssen
7	Milka	7	IEBA	7	Edes
8	Perez Companc	8	Telecom	8	GASA (**)
9	Quilmes			9	IRSA
				10	Milka
				11	TGN (en proceso)

(*) Accionista controlante de TGS

(**) Accionista controlante de Transener, incluye la compra de la participación de National Grid y de Petrobras

(***) Accionista controlante de Metrogas

CASOS CONCRETOS CAMBIO DE ACCIONISTAS



Se percibe el ingreso de fondos de inversión locales y del exterior al capital de muchas compañías

- Algunos fondos han tomado posiciones de control en las compañías en las que entraron
 - P.ej. Dolphin , Fintech , Pegasus
- Otros toman participaciones minoritarias
 - P.ej. Stark , DE Shaw

Empresa	Sector	Nuevo Accionista	Accionista vendedor
Auhér (100%)	Productora de Pilas Recargas	Pegasus Fund	Grupo Auhér
Cablevisión (50%)	Medios	Finleah Media L.L.C.	VLO Argentina
Cambiarías Arma Ambiental (100%)	Minorista	Pegasus Fund	McDonald's
COO (51%)	Combustibles	Bethem Group	Grupo Soldati
Ciesa (15%) (*)	Gas	D.E. Shaw	Enron
Citelec (+3%) (**)	Electricidad	Dolphin Fund	National Grid
Citelec (50%) (**)	Electricidad	Elin Park	Petrobras
Edenor (65%)	Electricidad	Dolphin Fund	Electricité de France
Edes (100%)	Electricidad	Achmare	AES
Endersa (100%)	Electricidad	Nextar	HSSB Private Equity
Freddo (100%)	Minorista	Pegasus Fund	Banco Galicia
Orimoldi (162%)	Minorista	Bilitec Fund	Familia Orimoldi
Masellone (23%)	Consumo masivo	Greenstock	Masellone Hnos
Gas Argentino SA (30%) (**)	Gas	Marañón y Achmare	BP y Repsol YPF
OCA (100%)	Servicio Postal	Advent Fund	Bancos (banceros)
TON (20%)	Gas	Varios fondos (Principales: Birk, D.E. Shaw)	Dirección de acciones locales

(*) Ciesa es accionista controlante de TGS

(**) Citelec es accionista controlante de Transener

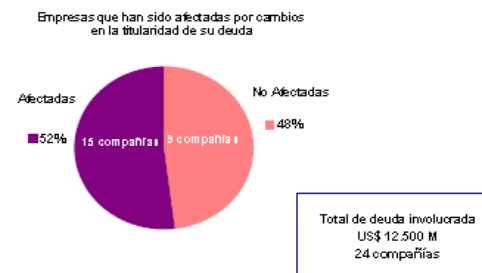
(***) GASA es accionista controlante de MetroGAS

CASOS CONCRETOS CAMBIO DE ACREEDORES



El proceso mostró cambios relevantes en la estructura de acreedores de las compañías

- No menos del 52% del stock de deuda analizado tuvo alteraciones en la composición
- Los acreedores bancarios fueron vendedores y los compradores fueron fondos de distinta clase
- Muchos bancos vendieron debido a que el valor de mercado de la deuda era mayor al valor del crédito neto de provisiones
- En otros casos los cambios fueron consecuencia de decisiones estratégicas



Fuente: elaboración de AGM Finanzas - Aguirre González Marx & Asociados

REESTRUCTURACIÓN DE DEUDA DE FIDEICOMISOS - IMPORTANCIA



- Argentina es el tercer país de la región que más fideicomisos emite (México: 40%; Brasil: 32%; y Argentina: 15% del total).
- Mientras en México son los créditos hipotecarios y las financiaciones ligadas a la construcción las impulsoras de estos instrumentos, en Brasil y Argentina las emisiones están respaldadas por créditos al consumo (cuotas de financiación de compra de electrodomésticos).
- La ley de fideicomisos local data de 1995, pero estos instrumentos explotaron a partir del 2002 ante el colapso del sistema financiero tradicional y el proceso de desintermediación.
- Alta atomización implicaría un bajo riesgo de *default*, al conformarse carteras de créditos con alto número de deudores y bajo riesgo incobrabilidad.

REESTRUCTURACIÓN DE DEUDA DE FIDEICOMISOS - LEY 24.441 DE FIDEICOMISOS



Art. 16. Los bienes del fiduciario no responderán por las obligaciones contraídas en la ejecución del fideicomiso, las que sólo serán satisfechas con los bienes fideicomitidos. La insuficiencia de los bienes fideicomitidos para atender a estas obligaciones, no dará lugar a la declaración de su quiebra. En tal supuesto y a falta de otros recursos provistos por el fiduciante o el beneficiario según previsiones contractuales, procederá a su liquidación, la que estará a cargo del fiduciario, quien deberá enajenar los bienes que lo integren y entregará el producido a los acreedores conforme al orden de privilegios previstos para la quiebra; si se tratase de fideicomiso financiero regirán en lo pertinente las normas del art. 24.

REESTRUCTURACIÓN DE DEUDA DE FIDEICOMISOS - LEY 24.441 DE FIDEICOMISOS (Cont.)



Art. 23. En el fideicomiso financiero [.....], en caso de insuficiencia del patrimonio fideicomitado, si no hubiere previsión contractual, el fiduciario citará a asamblea¹ de tenedores de títulos de deuda², lo que se notificará mediante la publicación de avisos en el Boletín Oficial y un diario de gran circulación del domicilio del fiduciario, la que se celebrará dentro del plazo de sesenta días contados a partir de la última publicación, a fin de que la asamblea resuelva sobre las normas de administración y liquidación del patrimonio.

¹ Quórum: 2/3 del capital emitido y en circulación; Mayoría: mayoría absoluta del capital emitido y en circulación.

² ¿Qué pasa con los tenedores de certificados de participación?

REESTRUCTURACIÓN DE DEUDA DE FIDEICOMISOS - LEY 24.441 DE FIDEICOMISOS (Cont.)



Art. 24. Las normas a que se refiere el artículo precedente podrán prever:

- (a) La transferencia del patrimonio fideicomitado como unidad a otra sociedad de igual giro.
- (b) Las modificaciones del contrato de emisión, las que podrán comprender la remisión de parte de las deudas o la modificación de los plazos, modos o condiciones iniciales.²
- (c) La continuación de la administración de los bienes fideicomitados hasta la extinción del fideicomiso.
- (d) La forma de enajenación de los activos del patrimonio fideicomitado.
- (e) La designación de aquél que tendrá a su cargo la enajenación del patrimonio como unidad o de los activos que lo conforman.
- (f) Cualquier otra materia que determine la asamblea relativa a la administración o liquidación del patrimonio separado.

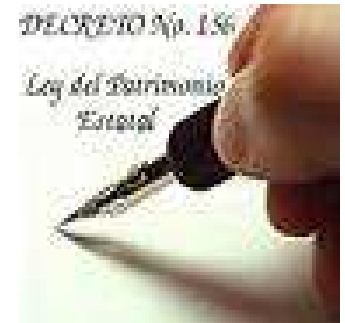
² Mayoría Especial: 2/3 del capital emitido y en circulación.

REESTRUCTURACIÓN DE DEUDA DE FIDEICOMISOS - ¿CONCURSAMIENTO DEL FIDEICOMISO?



- No pueden ser sometidos a la quiebra (art. 16, Ley 24.441).
- Y al concurso preventivo? No (Kiper y Lisoprawski) / Sí (Games y Esparza)
- Y al APE?
- La ley regula la “insuficiencia de los bienes del fideicomiso”: insuficiencia del patrimonio especial de afectación que se presenta escaso para posibilitar el cumplimiento regular de las obligaciones del fideicomiso (cesación de pagos).
- El patrimonio fideicomitado es la prenda común de los acreedores del fideicomiso: ¿su tutela?
- La ley prevé un procedimiento de “liquidación sin quiebra”.

REESTRUCTURACIÓN DE DEUDA DE FIDEICOMISOS - INSOLVENCIA Y LIQUIDACIÓN DEL FIDEICOMISO



- Regulación raquítica y enorme vacío legal. En principio es extrajudicial, aunque en caso de disputa será judicial.
- En principio, la realiza el propio fiduciario, salvo cuando se haya pedido la remoción por incumplimiento de sus obligaciones o por responsabilidad en la insolvencia. Conducta del fiduciario puede agravar, culposa o dolosamente, la insuficiencia del patrimonio fideicomitado y tendrá responsabilidad.
- Extensión de la quiebra al fiduciario?
- Subsidiaria y analógicamente, se ha sostenido que puede aplicarse:
 - el procedimiento concursal de la quiebra previsto en la Ley de Concursos y Quiebras; o
 - la normativa para la liquidación de sociedades comerciales previsto en la Ley de Sociedades Comerciales; o
 - los procedimientos regulados en el Código Civil (partición hereditaria, división de condominio, disolución de sociedad conyugal) o en el Código Procesal Civil y Comercial (rendición de cuentas, división de cosas comunes, división de herencia o pericia arbitral).

REESTRUCTURACIÓN DE DEUDA DE FIDEICOMISOS - INSOLVENCIA Y LIQUIDACIÓN DEL FIDEICOMISO (Cont.)



- Escasa regulación contractual. Su importancia.
- La distribución del producido de la liquidación debe hacerse conforme al orden de precedencia de la legislación concursal: *par conditio creditorum* y universalidad.
- ¿Reestructuración privada? ¿Ofertas de canje? ¿Alternativas?
- ¿Cláusulas de acción colectiva? Mayorías especiales.
- Acudir al fiduciante o a los beneficiarios.

REESTRUCTURACIÓN DE DEUDA DE FIDEICOMISOS - CONCURSO DEL FIDUCIARIO Y DEL FIDUCIANTE



- Art. 9, inc. d), de la Ley 24.441: “El fiduciario cesará como tal ... por quiebra o liquidación ...”.
- Reemplazo del fiduciario en la forma establecida en el contrato o sino judicialmente. El patrimonio fiduciario se transmite a otro fiduciario.
- Fideicomiso no se ve afectado por el concurso o quiebra del fiduciante.
- En caso del concurso del fiduciante, no se ve afectado salvo a través de las acciones de inoponibilidad o ineficacia concursales ejercidas en caso de quiebra del fiduciante, en principio, por parte del síndico.
- Art. 15, Ley 24.441: los acreedores del fiduciante no pueden agredir el patrimonio fideicomitado, salvo fraude. Acciones de revocatoria concursal. Acción pauliana. Acción de simulación.