

En "La Reforma del Poder Judicial en la Argentina," Cap. 4, FIEL, 1996.

## PARTE I. ANALISIS ECONOMICO DE LA LEGISLACION.

### CAPITULO I. LA LEY DE QUIEBRAS.

#### A LA PUERTA DE UNA SOLUCION DE MERCADO.<sup>1</sup>

##### I.1. Introducción.

En Julio de 1994 la República Argentina se aprestaba a modificar la Ley de Quiebras; este hecho provee de material de invaluable utilidad a los fines de estudiar, bajo el marco de análisis propuesto por la llamada economía de la regulación, los potenciales efectos económicos generados por la reforma de una legislación de semejante relevancia.

La economía de la regulación es un cuerpo de la literatura que analiza al gobierno desde la perspectiva de la teoría de precios y la economía positiva; el centro de interés de la misma consiste en el estudio de los efectos económicos inducidos por las diversas leyes y regulaciones; y en el análisis de los factores que llevan a la sanción de una legislación, los cuales usualmente no se encuentran asociados a la corrección de imperfecciones del mercado sino a la redistribución de riqueza.

La economía de la regulación se origina a principios de la década del setenta en la Universidad de Chicago, donde algunos economistas (ejs., George Stigler, 1971; Robert Posner, 1974 y Sam Peltzman, 1976), iniciaron la desafiante tarea de construir una teoría general capaz de proveer condiciones que favorezcan la existencia de grupos de interés exitosos, y explicaciones de las tácticas empleadas por los diversos grupos de interés frente a las distintas políticas susceptibles de ser adoptadas por el gobierno. Desde entonces, el Journal of Law and Economics ha publicado los hallazgos empíricos, las explicaciones de la adopción y el funcionamiento, y el análisis de los efectos generados, por un increíble número de legislaciones.

El presente trabajo se encuentra inspirado en dicho espíritu. La próxima sección será dedicada a justificar desde un punto de vista de eficiencia económica la existencia de una Ley de Quiebras; se analizarán los objetivos que la misma debería cumplimentar y los efectos indeseados que es susceptible de generar. La tercera sección evaluará las modificaciones introducidas por la nueva legislación; con dicho fin se analizarán los efectos económicos inducidos por las mismas a la luz del marco conceptual descripto. Finalmente, la cuarta sección propondrá una legislación alternativa de una sola fase<sup>2</sup> que privilegia el rol jugado por el mercado, y estudiará la economía política del problema con el objetivo de explicar la usual no implementación de una legislación como la propuesta.

##### I.2. La Ley de Quiebras: Motivación y Objetivos.

---

<sup>1</sup>El presente capítulo ha sido llevado a cabo por Edgardo E. Zablotsky.

<sup>2</sup>Un proceso de quiebra puede consistir de dos fases, el concurso y la liquidación; o bien de una fase única, la cual puede eventualmente contemplar la posibilidad de reorganización de la empresa. Ejemplos de una legislación de dos fases los constituyen la Legislación Argentina en vigencia y la propuesta de Ley enviada al Congreso.

## *) Por qué debe existir una Ley de Quiebras?*

Esta pregunta, ingenua a primera vista, constituye el centro de interés de la primera parte de la presente sección. Imagínese de ahora en más una sociedad en la cual no existe una Ley de Quiebras. Supóngase que en dicha sociedad una empresa enfrenta una horizonte desalentador dado que la aparición de un bien sustituto ha provocado que los costos variables que genera superen al precio a cualquier nivel de producción. Bajo este escenario, dado que no es posible recuperar el costo de oportunidad del uso de los factores, resulta claro que la empresa debe cerrar y vender la totalidad de sus activos; de esta forma se eliminará una empresa económicamente ineficiente y por ende sus recursos podrán ser utilizados con mayor productividad en alguna otra actividad. Si la empresa tuviese sólo un dueño esta sería la solución que habría de observarse y no existirían incentivos para que se generen costos sociales, dado que una empresa económicamente inviable sería liquidada tal como lo enseña la teoría microeconómica.

Imagínese ahora que la empresa descrita posee distintas categorías de propietarios: accionistas y diversas clases de acreedores. Este hecho establece la posibilidad que se generen diversas ineficiencias. En primer lugar se consideran las ineficiencias asociadas a las posibles conductas adoptadas por el deudor y los acreedores frente a la liquidación de la empresa; dichas conductas generan dos tipos de conflictos:

- Conflictos de interés entre el deudor y los acreedores.
- Conflictos de interés entre los diversos acreedores.

A los fines de tipificar dichos conflictos se analizan algunos ejemplos ilustrativos.

### *Conflictos de interés entre el deudor y los acreedores.*

Supóngase que la empresa económicamente inviable decide cerrar y liquidar sus activos en beneficio de los accionistas, no respetando las obligaciones contraídas con los acreedores. Resulta claro que los acreedores podrían protegerse contra este tipo de conducta mediante cláusulas contractuales que los protejan; por ejemplo, requerir garantías reales sobre los préstamos otorgados, representadas por los activos de la empresa. Sin embargo, esta estrategia generará costos al obligar a los acreedores a monitorear el accionar de la empresa durante el proceso de liquidación, para iniciar una acción legal en caso de verificarse una conducta incompatible con dichas cláusulas. Obviamente existirán también costos procesales representados por los honorarios profesionales y los costos asociados al uso de los servicios provistos por el Poder Judicial. En síntesis, el riesgo que se produzca este tipo de escenario generará costos de transacción que se verán reflejados en el encarecimiento del crédito.

La Ley de Quiebras contempla este tipo de conflicto al sustraer al deudor el control de la empresa durante el proceso de liquidación, mediante la designación de un encargado del enajenamiento de sus activos. Por lo tanto, la Ley genera beneficios sociales por eliminar costos de transacción, al permitir el uso de los recursos empleados por las distintas partes involucradas en el conflicto descrito en actividades productivas alternativas.

### *Conflictos de interés entre los diversos acreedores.*

*La distribución de los activos entre los acreedores, "el problema del common pool."*

Otras razones que explican la existencia de este tipo de legislación pueden hallarse en el potencial accionar de los diversos acreedores deseosos de hacer respetar sus derechos frente a la expectativa que el valor resultante de la liquidación de la empresa no resulte suficiente para responder plenamente a la totalidad de sus obligaciones.

Una ilustración extrema de este hecho es reflejada por la posibilidad que un acreedor formalice un acuerdo fraudulento con el deudor. Por ejemplo, supóngase que la deuda de la empresa alcanza a U\$S 1,000,000, de la cual la deuda con el mencionado acreedor se eleva a U\$S 200,000. Si el valor de los activos de la empresa es de U\$S 500,000, el mencionado acreedor podría ofrecer comprar dichos activos por un monto de hasta U\$S 300,000, dado que podría luego revenderlos y cobrar su deuda. De igual forma los accionistas favorecerían este tipo de acuerdo dado que recuperarían parte su inversión. Este tipo de escenario incrementaría el riesgo que enfrentan los acreedores, generaría gastos directos en los cuales los acreedores deberían incurrir con el fin de iniciar acciones legales si se detecta este tipo de acuerdo, y por ende incrementaría el costo del crédito.

Es posible ilustrar casos menos extremos, en los cuales no se verifican conductas fraudulentas. Por ejemplo, de no existir la Ley de Quiebras los acreedores deberán tomar precauciones por un eventual caso de insolvencia, ya que existe la posibilidad que la totalidad de los mismos no logren satisfacer sus derechos. Este hecho generará conflictos entre los acreedores, lo que a su vez motivará la multiplicación de los gastos incurridos en el monitoreo de la empresa, dado que cada acreedor deberá estar atento y supervisar detenidamente el operar de la empresa a los fines de no ser adelantado por el resto; también se verificará la iniciación de numerosas demandas judiciales independientes al conformarse el escenario de insolvencia.

Por otra parte, en la carrera por hacer respetar sus derechos, los acreedores provocarán el rápido desmantelamiento de la empresa, reduciéndose el valor total obtenido, y por ende el monto a ser distribuido. Esta eventual característica de una rápida y asistemática liquidación, conocida como el problema del "common pool," no se observará de procederse a una liquidación ordenada de los activos de la empresa.

Como fue mencionado en el punto anterior, la Ley de Quiebras separa al deudor del control de la empresa durante el proceso de liquidación lo cual impide conductas fraudulentas como la descripta. Por otra parte, establece un mecanismo de liquidación de la empresa, protegiendo el valor de la misma frente a los reclamos de los acreedores, y explicitando por anticipado las reglas que regirán la distribución de activos en caso de insolvencia. Esto a su vez elimina los incentivos de los acreedores para ser los primeros en hacer valer sus derechos en el caso en que se produzca el cierre de la empresa y por ende abarata notablemente los costos sociales inducidos por dicha posibilidad.

### *Los problemas del "free rider."*

Supóngase ahora que el valor de los activos de la empresa económicamente inviable es inferior al total de las obligaciones contraídas por la misma; bajo este escenario una conducta racional por parte de los accionistas consiste sencillamente en abandonar la empresa dado que no obtendrán resarcimiento alguno mediante el proceso de liquidación. Por su parte, los acreedores tendrán interés en llevar a cabo un plan de liquidación que maximice el monto a cobrar; sin embargo, surgirán problemas a la hora de concretar esta estrategia, que serán mayores cuanto mayor sea el número de acreedores.

Por ejemplo, considérese que durante el proceso de liquidación resulta indispensable el pago de un alquiler. De no efectivizarse el mismo los bienes de la empresa deberán ser trasladados a un gran costo, lo que disminuirá el monto a ser percibido por los acreedores. Podría tomarse como un hecho que el grupo de acreedores, con el interés en común de obtener el mayor retorno posible en el proceso de liquidación, coordinará sus esfuerzos en dirección a este interés, aportando cada uno de ellos parte del efectivo necesario. Sin embargo, este resultado no es observado en los hechos. El contribuir al logro del objetivo del grupo genera costos; de ser un grupo homogéneo y numeroso, cada acreedor, independientemente de su aporte, obtendrá tan solo una pequeña porción del interés en disputa, dado que el mismo es común para todos los participantes. Este hecho induce al acreedor a no participar, de forma de evitar

los costos asociados a su participación, dado que igualmente habrá de compartir los beneficios obtenidos. En consecuencia se manifiesta la paradoja que en un grupo de acreedores homogéneo y numeroso, de ser los mismos racionales, ninguno de ellos tendrá incentivos para abonar parte del alquiler, esperando que algún otro lo haga. Esta conducta, conocida como "el problema del free rider," generará costos, los cuales son ilustrados por la reducción del monto resultante del proceso de liquidación percibido por los acreedores.

La Ley de Quiebras toma en cuenta este tipo de problema, al otorgar preferencia a los créditos ocasionados en la conservación, administración y liquidación de los bienes del concursado, evitando de tal forma que se generen costos como los descriptos.

### *Protección contra el "moral hazard."*

Si el valor de los activos de la empresa económicamente inviable es inferior al total de las obligaciones contraídas por la misma los accionistas podrían, como se señaló en el punto anterior, abandonar la empresa dado que no obtendrán resarcimiento alguno mediante el proceso de liquidación.

Otra estrategia factible consiste en continuar la actividad de la empresa de conseguirse financiamiento adicional. Los accionistas cuentan con fuertes incentivos para elegir este tipo de estrategia, escogiendo políticas sumamente riesgosas con el objeto de originar gran varianza de los retornos; al fin y al cabo de producirse la liquidación de la empresa no habrán de percibir retorno alguno, mientras que de continuar la explotación existe la posibilidad, aunque no fuese más que remota, que recuperen parte de su inversión. En todo caso, cualquier pérdida adicional solamente habrá de ser sufrida por los acreedores.

La Ley de Quiebras contempla este tipo de conflictos, usualmente denominados "problemas de moral hazard," dado que una vez que la quiebra es sancionada el deudor no puede tomar ninguna decisión adicional que vaya en perjuicio de los acreedores; quedando de tal forma los mismos resguardados de este tipo de conducta. Resulta claro que dicha protección no es completa, pues la misma se vuelve operativa tan solo cuando el proceso de quiebra ha dado comienzo. En una empresa con una alta proporción de deuda existen importantes incentivos para que se produzcan manifestaciones del problema de moral hazard mucho antes que la quiebra se vuelva inevitable; este tipo de escenario será analizado más adelante.

### *A modo de síntesis.*

Resulta claro que la Ley de Quiebras no es imprescindible, dado que efectos similares a los inducidos por la misma pueden ser generados a través de cláusulas incorporadas a los contratos llevados a cabo entre deudores y acreedores. La Ley de Quiebras puede interpretarse como un contrato standard, que reduce considerablemente los costos de transacción al evitar que deudores y acreedores deban negociar sobre un evento altamente improbable al configurar cada contrato. Por otra parte, evita que los acreedores incurran en gastos asociados a la posibilidad que se verifique dicho evento y también la demanda innecesaria de los servicios provistos por el sistema judicial. Dado que los recursos ahorrados pueden utilizarse en fines productivos alternativos es posible concluir que la existencia de una Ley de Quiebras resulta económicamente eficiente y por ende socialmente deseable.

### *Objetivos de la Ley de Quiebras.*

Habiendo sido establecida la conveniencia de la existencia de una Ley de Quiebras se analizarán los objetivos adicionales que la misma debe satisfacer. Como se ha visto una adecuada Ley de Quiebras debe sustraer al deudor el control de la empresa durante el proceso de liquidación, debe establecer un mecanismo de liquidación de la empresa que proteja el valor de la misma frente a los reclamos de los acreedores, y debe explicitar por anticipado las reglas que regirán la distribución de activos ante el improbable evento de la quiebra de la empresa.

Sin embargo, estos no son los únicos objetivos que debería satisfacer la Ley de Quiebras. Un objetivo a ser satisfecho por una adecuada legislación consiste en generar las condiciones para que empresas económicamente viables pero financieramente insolventes permanezcan en actividad; y simétricamente, las condiciones para que aquellas empresas económicamente inviables cierren y sean liquidadas a los fines de liberar los recursos productivos.

Liquidar o no una empresa es una decisión de eficiencia económica más allá que la misma se encuentre o no en quiebra. Una empresa debe ser liquidada; es decir, debe cerrar y vender sus activos, si el valor esperado de sus ingresos netos de continuar en actividad es inferior al valor esperado del ingreso neto de liquidar sus activos a destajo en forma inmediata. Esta regla debería ser seguida por los responsables de la empresa fuera del proceso de quiebra, o por quien tome las decisiones durante dicho proceso.

A su vez, la Ley de Quiebras establece que el proceso debe comenzar cuando se cumplan ciertos requisitos, usualmente sintetizados por la caracterización de la insolvencia; es decir, que se genera una situación en la cual el deudor no es capaz de cumplir con sus obligaciones. Un criterio operativo, aunque no legal, consiste en asumir que la empresa se vuelve insolvente cuando su valor es inferior al valor de su deuda, pues de lo contrario podría obtener financiamiento adicional.

Por lo tanto, resulta posible establecer dos criterios no necesariamente coincidentes:

- Criterio de viabilidad económica; utilizado para determinar la conveniencia del eventual cierre y liquidación de la empresa.
- Criterio de solvencia financiera; utilizado para determinar si la empresa debe ingresar en el proceso de quiebra.

El siguiente cuadro sintetiza las posibilidades que se generan al aplicar dichos criterios:

#### CUADRO 1

##### CRITERIOS PARA DETERMINAR LA INSOLVENCIA Y/O INVIABILIDAD DE UNA EMPRESA.

	R > L	R < L
D < V	La empresa no se encuentra en quiebra y debería continuar en operaciones.	La empresa no se encuentra en quiebra pero debería ser liquidada.
D > V	La empresa se encuentra en quiebra pero debería continuar en operaciones.	La empresa se encuentra en quiebra y debería ser liquidada.

Fuente: Herbert Hax, 1985.

donde:

R = Valor esperado de los ingresos netos de la empresa si la misma continúa en actividad.

L = Valor esperado del ingreso neto resultante de vender los activos de la empresa a destajo en forma inmediata.

V = Max {R, L} = Valor de la empresa.

D = Valor de la deuda de la empresa.

Si se lee el cuadro horizontalmente se comprueba que es posible que una empresa no se encuentre en una situación de insolvencia ( $D < V$ ), pero que simultáneamente resulte económicamente inviable, dado que el valor de la misma en funcionamiento es menor que el eventual valor resultante de su liquidación ( $R < L$ ). Ante este escenario, desde un punto de vista de eficiencia económica, sería conveniente que la empresa cierre a los fines de liberar sus recursos productivos.

Similarmente, es posible que una empresa que se encuentra en quiebra ( $D > V$ ) no sea económicamente viable ( $R < L$ ) y por ende resulte eficiente su cierre e inmediata liquidación; pero también es factible que la empresa sea insolvente pero económicamente viable ( $R > L$ ) y por ende que resulte económicamente eficiente su continuación en actividad. En este caso la quiebra debería ser interpretada tan sólo como una transferencia de derechos de propiedad y no como una decisión de liquidar la empresa como unidad operativa; la liquidación es una manera de utilizar los derechos de propiedad que son transferidos, pero no la única.<sup>3</sup>

Este último escenario no implica necesariamente que la empresa sea económicamente viable en el largo plazo; por ejemplo, puede darse el caso que una empresa posea capital específico que no tiene un uso alternativo, en esta contingencia resultará óptimo que la empresa continúe en operación toda vez que el precio supere a los costos medios variables, dado que el costo de oportunidad del capital específico será nulo. Bajo este escenario aún si la empresa se encuentra en estado de insolvencia ( $D > V$ ), y por ende ha dado comienzo el proceso de quiebra, no resultará eficiente su cierre e inmediata liquidación pues la empresa es económicamente viable en el corto plazo ( $R > L$ ). Al tiempo de renovarse el capital específico el mismo se convierte en un factor variable y por ende puede resultar óptimo que la empresa sea liquidada ( $R < L$ ); pero este hecho no implica que un eventual cierre y liquidación inmediata no hubiese resultado prematuro.

)Por qué es necesario que la Ley de Quiebras induzca la permanencia en operaciones de empresas insolventes pero económicamente viables? )Por qué el deudor y los acreedores usualmente no llegan a un acuerdo antes de verificarse la cesación de pagos? La respuesta una vez más se vincula al problema del free rider.

Imagínese nuevamente una sociedad en la cual no existe una Ley de Quiebras. Supóngase ahora que en dicha sociedad una empresa enfrenta una horizonte desalentador dado que la aparición de un bien sustituto ha generado una reducción en su demanda tal que los costos medios totales, los cuales incluyen los costos medios fijos generados por la deuda, superan al precio a cualquier nivel de producción; sin embargo, el precio supera al costo medio variable.

Desde un punto de vista económico, resulta claro que la alternativa óptima a seguir consiste en continuar produciendo en el corto plazo, dado que  $R > L$ , y en el largo plazo evaluar la posibilidad de reestructurar la empresa, tal que si como resultado de dicha reestructuración es posible obtener beneficios se permanezca en el mercado o de lo contrario se cierre.

A primera vista no existe razón alguna para que el deudor y los acreedores no acuerden voluntariamente una solución que permita evitar la liquidación de la empresa, por ejemplo, la capitalización de la deuda, dado que bajo la misma ambas partes probablemente obtendrán un mayor retorno que el resultante de la liquidación inmediata; sin embargo, una vez más el problema del "free rider" genera incentivos que diluyen las posibilidades de llegar a un acuerdo. Por ejemplo, si dicho acuerdo es convalidado por todos, menos un acreedor, este último obtendrá el beneficio de cobrar la totalidad de sus derechos sin pagar el costo de acceder a una reducción de los mismos. Dado este hecho existe un incentivo para que cada acreedor desee imponer costos al resto, y por lo tanto es probable que jamás se llegue al acuerdo.

Una Ley de Quiebras económicamente eficiente debe contemplar este tipo de problemas generando las condiciones para que una empresa pueda reorganizarse si la misma es económicamente viable, a pesar de ser financieramente insolvente; o de lo contrario para su cierre y liquidación, a los fines de permitir la rápida reasignación

---

<sup>3</sup>Por ejemplo, la propuesta de reforma de la Legislación Argentina tiene como uno de sus objetivos crear las condiciones que permitan a empresas insolventes ( $D > V$ ) pero económicamente viables ( $R > L$ ) reorganizarse y continuar en operaciones.

de los factores de producción.

La relevancia de este criterio de eficiencia queda reflejada en el escenario usual provisto por los países en vías de desarrollo. Dicho escenario se caracteriza por una insuficiente distinción entre empresas y dueños; pudiendo una empresa llegar a ser insolvente, a pesar de ser económicamente viable, por la ineficiente administración de sus propietarios. En este caso sería socialmente óptimo que la empresa evite ser liquidada mediante el remplazo de su management.

### *La existencia de efectos indeseados.*

Sin embargo, la Ley debe ser muy cuidadosa en la discriminación pues puede llegar a generar condiciones que permitan la continuación en actividad no tan sólo de empresas insolventes pero económicamente viables, sino también de empresas insolventes e inviables. Este efecto indeseado provocaría costos sociales al dilatar la reasignación de los factores de producción.

) Por qué razones podría presentarse este escenario?

A los fines de responder esta pregunta imagínese ahora una sociedad en la cual existe una Ley de Quiebras. Supóngase que en dicha sociedad una empresa enfrenta una horizonte desalentador dado que la aparición de un bien sustituto ha generado una reducción en su demanda tal que los costos medios superan al precio a cualquier nivel de producción (se asume por simplicidad que no existe capital específico). La teoría económica sugiere que la empresa debería cerrar y ser liquidada, dado que resulta económicamente ineficiente.

Sin embargo, los incentivos privados pueden diferir de los sociales a la hora de decidir el futuro de esta empresa; este hecho surge con claridad del análisis de dos escenarios extremos:

- El control del proceso de quiebra se encuentra en manos del management y del deudor.

- El control del proceso de quiebra se encuentra en manos de los acreedores.

El primer escenario, aunque extremo, resulta relativamente común. En muchos casos la Ley de Quiebras otorga implícitamente el control del proceso al management y a los accionistas. Típico ejemplo lo constituye una legislación en la cual tan sólo el deudor puede presentar propuestas a los fines de reorganizar la empresa; si los acreedores no las aceptan la empresa es declarada en quiebra y debe ser liquidada. Dado que en numerosas ocasiones dicha posibilidad implica que los acreedores quirografarios no percibirán retorno alguno por sus derechos luego del largo proceso de liquidación, al ser insuficiente el valor remanente de los activos de la empresa para satisfacer los gastos del proceso de quiebra y la deuda privilegiada, los acreedores quirografarios podrían encontrarse dispuestos a aceptar cualquier propuesta del deudor que permita que la empresa siga en operaciones. Este hecho otorga el control del proceso de quiebra al deudor.

El segundo escenario, aunque menos común, también resulta factible. El mismo podría originarse mediante una legislación de quiebras que permita realizar propuestas no tan sólo al deudor sino también a los acreedores. Supóngase que durante un corto período de tiempo el deudor tiene el derecho exclusivo de realizar dichas propuestas. Los acreedores tienen la opción de no aceptar ninguna de ellas durante dicho período y de parecerles conveniente alguna propuesta proponerla fuera del período de exclusividad, o proponer en su defecto cualquier otra en caso de desearlo. Bajo este escenario sería factible que sean los acreedores quienes ejerzan el control del proceso de quiebra, dado que el deudor podría estar dispuesto a aceptar cualquier propuesta pues de no ser así la empresa sería liquidada y el valor del paquete accionario en ese evento probablemente sea nulo. Obviamente, este escenario es altamente improbable dado que el problema del free rider atenta contra el accionar conjunto de la masa de acreedores.

Ambos escenarios representan casos extremos; en general se puede esperar que las diversas legislaciones

de quiebras se encontrarán más cerca de uno u otro. Resulta por lo tanto interesante examinar los efectos indeseados que dichos escenarios pueden originar y los costos sociales que los mismos eventualmente generarán.

El primer escenario otorga el control del proceso de quiebra al management y/o al deudor. )Cuál es la relación existente entre ambos? En el caso de empresas pequeñas la respuesta resulta trivial, dado que las funciones de management son usualmente ejercidas por los mismos propietarios; se centrará por lo tanto la atención en empresas para las cuales este hecho no se verifica.

El management de una empresa no toma en cuenta plenamente los intereses de los accionistas al tomar sus decisiones, sino sus propios intereses. Este hecho, el usual "problema del principal-agent," implica que el management se encontrará reacio a recomendar solicitar la liquidación de la empresa, aún si a los accionistas les resultase conveniente, pues de concretarse la misma perderían sus trabajos y se generarían un antecedente no conveniente a los fines de conseguir nuevas posiciones de similar responsabilidad. Por lo tanto, si la decisión respecto al futuro de la empresa fuese tomada exclusivamente por el management es altamente improbable que se verifique una liquidación en forma inmediata.

Supóngase que la empresa enfrenta el escenario usual en el cual, de cerrar y ser liquidada en forma inmediata, el valor del paquete accionario es nulo; en este caso si la empresa es liquidada los accionistas no percibirán ninguna compensación por su inversión. Por lo tanto, tendrán incentivos para reorganizar la empresa aún cuando el valor esperado de la misma si es liquidada supere eventualmente el valor esperado de continuar en operaciones. Si en un futuro se verifica un buen estado de la naturaleza recuperarán parte de su inversión, de lo contrario los únicos perdedores serán los acreedores.

Dado que en este caso los accionistas y el management coinciden en sus objetivos, de estar en sus manos la decisión del futuro de la empresa seguramente elegirán no liquidarla en forma inmediata. Este hecho podría provocar costos sociales pues sería factible que continúen en actividad empresas económicamente inviables.

Se analizarán con más detalle las motivaciones que enfrentan los accionistas a la hora de tomar la decisión. Supóngase primero que no existe deuda alguna, ni la posibilidad de contraerla. En dicho caso los accionistas tomarán la decisión económicamente eficiente, dado que decidirán continuar en actividad si el valor de la empresa como unidad productiva (R) es superior al monto neto resultante de la liquidación de sus activos (L). De lo contrario decidirán cerrar, permitiendo de tal forma la reasignación de los factores de producción.

Imagínese ahora que la empresa tiene deuda, pero no la posibilidad de atraer a nuevos acreedores. Supóngase también que la empresa se halla en estado de insolvencia ( $D > V$ ) y por lo tanto los accionistas, quienes controlan el proceso de quiebra, deben decidir si acuerdan con los acreedores o liquidan la empresa en forma inmediata. Si la empresa continúa en actividad se generará una transferencia esperada de los acreedores a los accionistas. Dicha transferencia se encuentra formada por distintos conceptos:

- La reducción de la deuda llevada a cabo en el proceso de reorganización. Imagínese un escenario donde, por ejemplo, en el proceso de reorganización se acuerda una quita; la misma constituye una transferencia cierta de los acreedores al deudor.
- El valor esperado de la deuda inpagada en caso de que la empresa sea incapaz de satisfacer las obligaciones estipuladas en el futuro. Imagínese el mismo escenario; si la empresa no puede cumplir con sus nuevas obligaciones el proceso de reorganización culminará con su liquidación, de verificarse este hecho se producirá una nueva transferencia ya que el deudor no abonará la totalidad de la deuda restructurada.
- En el caso usual en que el valor del paquete accionario en el escenario de quiebra inmediata es nulo, de no liquidarse la empresa, se producirá una transferencia de los accionistas a los acreedores. Dicha transferencia es motivada por el hecho que de liquidarse la empresa en forma inmediata los acreedores no habrían de percibir la totalidad de sus derechos.



Resulta sencillo demostrar que las transferencias generadas por los dos primeros conceptos dominan a la generada por el último; y que por ende, los accionistas cuentan con un incentivo adicional, independientemente de cualquier consideración de viabilidad económica, en favor de no solicitar la quiebra de la empresa, ya sea que el valor del paquete accionario en el escenario de quiebra inmediata sea positivo, o bien nulo.<sup>4</sup>

Dado este hecho resulta claro que si los accionistas, aún tomando en cuenta dicha transferencia, deciden liquidar la empresa en forma inmediata esta decisión habrá de ser económicamente eficiente, pues la empresa será económicamente inviable; pero puede suceder que los accionistas decidan continuar en actividad cuando la decisión económicamente eficiente consista en cerrar inmediatamente a los fines de liberar los recursos productivos, lo cual habría de generar costos sociales.

Se analizará ahora el segundo escenario. El mismo otorga el control del proceso de quiebra a los acreedores. Los acreedores acordarán que la empresa continúe en actividad si el valor esperado de sus derechos bajo esta alternativa es mayor que el retorno que esperan obtener de una liquidación inmediata, independientemente de la eventual viabilidad económica de la empresa. Por ende, resulta claro que bajo este escenario el curso de acción a seguir tampoco se encontrará unívocamente asociado a dicho criterio de viabilidad.

Como se ha visto al analizar la posibilidad que sean los accionistas quienes controlen el proceso de quiebra, si la empresa continúa en actividad se generará una transferencia de los acreedores hacia los accionistas; por lo tanto, dicha transferencia provee a los primeros de un incentivo adicional para solicitar la quiebra inmediata de la empresa, respecto a las motivaciones de viabilidad económica.

Por lo tanto, si los acreedores acuerdan con el deudor la continuación de la empresa como unidad operativa dicha decisión será socialmente eficiente, dado que la misma habrá de ser económicamente viable; pero si deciden liquidar la empresa en forma inmediata la decisión podría ser económicamente ineficiente, al estarse reasignando recursos hacia fines alternativos a pesar que el costo de oportunidad de los mismos es inferior a su rendimiento en la empresa a ser liquidada.

En síntesis, dependiendo de quien ejerza el control del proceso de quiebra puede darse el caso que empresas insolventes pero económicamente viables sean liquidadas; o bien que empresas insolventes e inviables difieran su liquidación a pesar de lo que indicaría un criterio de eficiencia económica. Este hecho es ilustrado por el Cuadro 2, que muestra diversas características propias de los procesos de quiebra en los Estados Unidos y en Gran Bretaña.

## CUADRO 2

### CARACTERISTICAS DEL PROCESO DE REORGANIZACION.

<i>Estados Unidos</i>	<i>Gran Bretaña</i>
Proceso dominado por el deudor.	Proceso dominado por los acreedores.
Larga duración del proceso.	Corta duración del Proceso.
La liquidación se dilata demasiado.	La liquidación es prematura.

Fuente: Elaboración propia.

---

<sup>4</sup> Por razones de espacio no se incluye el apéndice matemático, en el cual se demuestran los resultados presentados. Dicho apéndice se encuentra a disposición del lector interesado.

En la Legislación Americana el deudor ejerce el control del proceso de quiebra al encontrarse en una posición aventajada para la negociación. Durante los primeros seis meses luego de presentarse en quiebra sólo un plan por el presentado puede ser adoptado. Adicionalmente, en numerosas ocasiones cuentan con un importante elemento de presión como lo es la amenaza de transformar el proceso de reorganización (Chapter 11) en un proceso de liquidación (Chapter 7) si los acreedores no aceptan sus propuestas; amenaza muchas veces efectiva dado que de procederse a la liquidación inmediata de la empresa diversas categorías de acreedores probablemente no habrían de recibir compensación alguna por sus derechos. Aún fuera del período de exclusividad el deudor queda usualmente en una fuerte posición de negociación pues los acreedores se encuentran fragmentados y mal representados, dados los incentivos generados por el problema del free rider.

### *A modo de síntesis.*

Una adecuada Ley de Quiebras debería evitar generar esta clase de efectos indeseados. Dichos efectos son atenuados, por ejemplo, si se distribuye el control del proceso de quiebra entre el deudor y los acreedores.

Por otra parte, esta clase de efectos indeseados puede ser eliminada si se adopta una Ley de Quiebras de una sola fase que privilegie el rol jugado por el mercado, dado que la misma se caracteriza por generar una sola categoría de propietarios y, por ende, el criterio de decisión de los mismos coincidirá con el de eficiencia económica. Este clase de Ley de Quiebras será el centro de interés de la cuarta sección de este capítulo.

### *La minimización de costos sociales.*

Una Ley de Quiebras ideal debería minimizar los costos sociales provocados por dicho improbable evento; los mismos pueden clasificarse en costos directos, costos indirectos y costos ex-ante.

Los costos directos de la quiebra incluyen el costo de oportunidad de la totalidad de los recursos productivos empleados durante los procesos de concurso y de liquidación; ejemplos de los mismos los constituyen el costo de oportunidad del tiempo consumido de abogados, consultores y expertos, del uso de los servicios provistos por el Poder Judicial, y de cualquier otro gasto en el cual eventualmente deberían incurrir los acreedores a los fines de hacer valer sus derechos frente a una inadecuada legislación. Una legislación que minimice esta clase de costos permitiría utilizar los recursos así ahorrados en la generación de bienes y/o servicios.

Los costos indirectos se hallan asociados a la pérdida de reputación de la empresa debido a que la misma se encuentra bajo un proceso de quiebra. Este hecho puede generar que los consumidores busquen satisfacer sus demandas con bienes producidos por empresas competidoras, que los proveedores pierdan interés en una relación comercial que podría estar llegando a su final, que los empleados inicien la búsqueda de nuevos empleos desatendiendo sus tareas, etc. En síntesis, los costos indirectos se originan en el deterioro del valor de la empresa motivado por el hecho que la misma se halla inmersa en un proceso de concurso-quiebra; dicho deterioro puede provocar que una empresa insolvente pero económicamente viable se transforme en no viable y por ende sea liquidada. Este hecho ocasionaría que se produzca una inadecuada reasignación de los recursos productivos, lo cual generaría los denominados costos indirectos de la quiebra. Una legislación ideal minimizaría esta clase de costos al evitar que sean liquidadas empresas insolventes pero, fuera del proceso de quiebra, económicamente viables.

Finalmente, los costos ex-ante de la quiebra se originan en las decisiones de aquellos actores en control del proceso de quiebra. Si dichas decisiones generan que empresas insolventes y económicamente inviables sean reorganizadas y continúen en actividad se generarán costos sociales al dilatarse la reasignación de recursos productivos hacia fines alternativos; similarmente, de decidirse la liquidación de empresas insolventes pero económicamente viables se generarán costos sociales dada la inadecuada o eventualmente, en el caso de existir capital específico, prematura reasignación de recursos productivos.

Una adecuada legislación de quiebras debe tomar en cuenta todos estos factores. En general la tendencia que se observa es alentadora, ya que distintos países han modificado sus legislaciones en dicha dirección:

- Acortando los plazos de las diversas fases del proceso, lo cual reduce los costos directos e indirectos del mismo.
- Atenuando el poder de los deudores, quienes usualmente controlaban el proceso, al permitir que los acreedores presenten planes competitivos; balanceándose de esta forma el control del proceso de quiebras y reduciéndose por ende los costos ex-ante del mismo.

### *La reforma de la Legislación Americana.*

Un claro ejemplo de este hecho lo provee la reforma de la legislación en la materia llevada a cabo en los Estados Unidos durante 1979, la cual reemplaza el Bankruptcy Act, vigente hasta ese entonces, por el Bankruptcy Code. El Cuadro 3 resume las principales características de ambas legislaciones:

#### CUADRO 3

##### ESTADOS UNIDOS. CARACTERÍSTICAS DE LA REFORMA DE 1979.

<i>Bankruptcy Act (previo a 1979)</i>	<i>Bankruptcy Code (desde 1979)</i>
El deudor es el único que puede presentar un plan.	Los acreedores también pueden proponer planes.
El plan tiene que ser aprobado por la mayoría de los acreedores en todas las clases no aseguradas <sup>5</sup> .	El plan tiene que ser aprobado por 2/3 de los acreedores en todas las clases no aseguradas.
Los acreedores asegurados no pueden	Los acreedores asegurados también

<sup>5</sup>La definición de acreedor asegurado de la Legislación Americana puede asociarse a la de acreedor con privilegio especial de la Legislación Argentina; es decir que cuenta con prioridad de pago sobre el producido del bien sobre el cual se asienta su privilegio.

exigir los activos, y se les paga cierta  
renta aunque no necesariamente la  
acordada con la empresa originalmente.

tienen derecho a votar si sus intereses  
son afectados.

Fuente: Elaboración propia en base a Michelle White, 1984.

Bajo el Bankruptcy Act el deudor ejercía claramente el control del proceso de quiebra; este hecho llevaba a que demasiadas empresas sean reorganizadas y por ende que se generen importantes costos ex-ante, al continuar en operaciones numerosas empresas económicamente inviables.

El Bankruptcy Code de 1979 tiende a nivelar el poder del deudor y los acreedores durante el proceso de quiebra al permitir a estos últimos la presentación de planes de reorganización alternativos; por otra parte, dificulta la aprobación de cualquier plan al requerir mayorías más importantes, y el consentimiento de los acreedores asegurados cuando sus intereses son afectados.

Por lo tanto, en términos del marco conceptual propuesto, es de esperarse que la sanción del Bankruptcy Code haya reducido la cantidad de reorganizaciones llevadas a cabo; esta hipótesis resulta sustentada por la evidencia provista por el Cuadro 4.

#### CUADRO 4

##### ESTADOS UNIDOS. EFECTOS DE LA SANCION DEL BANKRUPTCY CODE DE 1979.

<i>Items</i>	<i>Bankruptcy Act</i>		<i>Bankruptcy Code</i>	
	<i>Liquidación</i>	<i>Reorganización</i>	<i>Liquidación</i>	<i>Reorganización</i> <sup>6</sup>
(A)	2	36	3	32
(B)		48		35
(C)	34	18	55	36

<sup>6</sup>La muestra estuvo compuesta de 90 empresas en proceso de liquidación y 96 en proceso de reorganización bajo el Bankruptcy Act; y de 88 empresas en proceso de liquidación y 33 en proceso de reorganización bajo el Bankruptcy Code. Las empresas elegidas bajo el Bankruptcy Act fueron aquellas cuyos casos han sido cerrados entre 1978 y 1979 en el Distrito Sur de New York; las empresas consideradas bajo el Bankruptcy Code fueron aquellas cuyos casos han sido iniciados durante 1980 en el mismo distrito.

(D) 77 20 89 48

Fuente: Michelle White, 1983.

donde,

(A) = Tasa de pago de la deuda no asegurada.

(B) = Deuda total de las empresas en proceso de reorganización como porcentaje de la deuda total de las empresas en proceso de quiebra.

(C) = Deuda asegurada como porcentaje de la deuda total.

(D) = Deuda asegurada como porcentaje del total de activos.

El Cuadro 4 reporta una tasa de pago de la deuda no asegurada claramente superior en reorganizaciones que en liquidaciones; este hecho otorgaba bajo la antigua legislación el control del proceso al deudor, pues el costo que enfrentaban los acreedores de no aceptar su propuesta era considerable. Bajo la nueva legislación, al balancearse el control del proceso, las liquidaciones se vuelven más frecuentes; tal como lo refleja la disminución en 13 puntos del porcentaje del total de la deuda de empresas involucradas en reorganizaciones respecto de la de aquellas empresas involucradas en ambos tipos de procesos. Este hecho es respaldado por el importante incremento verificado en la proporción de deuda asegurada.

En general, tal como lo refleja la información de los Cuadros 4 y 5, empresas en liquidación tienen una mayor proporción de deuda asegurada respecto del total de activos que empresas que se reorganizan; esta característica se deriva del hecho que si el management y los propietarios de una empresa consideran que la misma habrá de ser liquidada tendrán mayores incentivos para contraer deuda asegurada a los fines de continuar en operaciones fuera del proceso de quiebras.

#### CUADRO 5

##### ESTADOS UNIDOS. CARACTERISTICAS DE EMPRESAS EN PROCESO DE QUIEBRA.

Items	Liquidación	Reorganización
(A)	7.3	1.4
(B)	1.0	0.6

Fuente: Nancy Ames, 1983.

donde,

(A) = Ratio de deuda total al total de activos.

(B) = Ratio de deuda asegurada al total de activos.

Luego de la reforma de 1979 el porcentaje de deuda asegurada respecto ya sea de la deuda total, o bien del total de activos, se incrementó; de este hecho es posible inferir que el management y/o los accionistas de las empresas perciben una mayor probabilidad de liquidación de entrar en el proceso de reorganización, o bien de perder el control de la empresa durante dicho proceso, y por ende intentan continuar en operaciones fuera del mismo.

Dado que la reforma tiende a disminuir el poder del deudor y a dificultar las reorganizaciones, un menor número de empresas insolventes y económicamente inviables evitan ser liquidadas. Este hecho disminuye los costos ex-ante de la quiebra, al permitir liberar recursos hacia usos alternativos. El Cuadro 6 ilustra la reducción de dichos costos.

CUADRO 6  
ESTADOS UNIDOS. COSTOS ESTIMADOS DE LA QUIEBRA

<i>Items</i>	<i>(en miles de millones de dólares)</i>	
	<i>Bankruptcy Act</i>	<i>Bankruptcy Code</i>
Costos ex-post de la quiebra <sup>7</sup>	0.85	0.83
Costos ex-ante de la quiebra	14.9	9

Fuente: Michelle White, 1983.

La tendencia a nivelar el poder de los deudores se encuentra en la mayoría de las reformas llevadas a cabo a partir de los 80; de igual forma que la tendencia a acotar la duración del proceso, con el objetivo de disminuir los costos directos e indirectos generados por el mismo. A los fines de ilustrar este hecho cerraremos la sección analizando las reformas de la Legislación Húngara de 1991 y de la Legislación Colombiana de 1989.

### *La reforma de la Legislación Húngara.*

En Septiembre de 1991 fue sancionada por el Parlamento Húngaro una nueva Ley de Quiebras. Las principales características de la misma son las siguientes:

i) Establece dos procedimientos: reorganización, el cual no estaba contemplado por la antigua legislación dado el carácter socialista del sistema económico, y liquidación.

ii) Durante el proceso de reorganización el management de la empresa continúa controlando la misma.

iii) Establece límites a las distintas fases del proceso. Una vez iniciado el mismo el deudor cuenta con 90 días de gracia durante los cuales sus acreedores no pueden reclamar sus derechos. Dentro de los 60 días el deudor debe presentar una propuesta la cual debe ser aprobada por la totalidad de los acreedores presentes en la Asamblea convocada al efecto. Concluído el plazo de 90 días el proceso se transforma automáticamente en un procedimiento de liquidación; dicho proceso puede durar a lo sumo dos años.

iv) La liquidación puede ser solicitada por el deudor o los acreedores; no existiendo la posibilidad de convertir el pedido de liquidación a reorganización. Sin embargo, si durante el proceso de liquidación se arriva a un acuerdo

<sup>7</sup> Los costos es-post de la quiebra son estimados como un porcentaje del valor de los activos realizados, en el caso de liquidación; o del monto percibido por los acreedores, en el caso de reorganización.

entre el deudor y los acreedores el proceso es suspendido. A los fines de llegar a dicho acuerdo es necesario el voto del 50% de los acreedores pertenecientes a cada una de las clases, debiendo representar al menos 2/3 del total de la deuda.

v) Establece un criterio objetivo para la selección de liquidadores incrementando considerablemente la lista de los mismos.

En síntesis; la principales modificaciones generadas por la nueva legislación consisten en acelerar considerablemente la duración del proceso al establecer límites a las diversas fases del mismo, lo cual disminuye los costos directos e indirectos de la quiebra; por otra parte, se distribuye el control del proceso entre el deudor y los acreedores. Por un lado, el management de la empresa mantiene el control de la misma durante el proceso de reorganización y por ende posee un significativo poder de negociación; sin embargo, este poder es balanceado por el hecho que se produce la automática transformación del proceso de reorganización en liquidación de no llegarse a un acuerdo en 90 días. La distribución del control del proceso entre el deudor y los acreedores reduce los costos ex-ante generados por la quiebra.

### *La reforma de la Legislación Colombiana.*

En Mayo de 1989 se produjo la reforma de la Legislación Colombiana en la materia. La antigua legislación generaba un proceso de quiebra demasiado largo y costoso; este hecho permitía que el mismo fuese manipulado por los deudores a los fines de causar retrasos y extraer concesiones de los acreedores. La Reforma de Mayo de 1989 acota el excesivo poder de negociación de los deudores imponiendo límites a las diferentes etapas del proceso. Este hecho se ve reflejado en el Cuadro 7, el cual reporta el significativo acortamiento de los procesos iniciados luego de la reforma.

CUADRO 7

COLOMBIA. DURACION DEL PROCESO DE QUIEBRA.

<i>Duración</i>	<i>Procesos Iniciados antes de la Reforma (en %). (Mayo 1989-Dic. 1992)</i>	<i>Procesos Iniciados después de la Reforma (en %).</i>
# 12 meses	18	32
13-24 meses	34	28
25-48 meses	29	8
§ 49 meses	11	0
Inconclusos	8	32

Fuente: Elaboración propia en base a datos de la Superintendencia de Sociedades.

El abaratamiento y el acortamiento del proceso de quiebra disminuyó los costos directos e indirectos del mismo. Similarmente, el atenuar el poder del deudor redujo los costos ex-ante generados, dado que al perder el

deudor el control absoluto del proceso es de esperarse que se genere una reducción en el número de empresas económicamente no viables que logren acceder a una reorganización y, por ende, se habrá de incentivar una más eficiente reasignación de los recursos productivos.

En la próxima sección se centrará la atención en la propuesta de reforma de la Ley de Quiebras Argentina; con dicho fin se evaluarán las modificaciones introducidas por la nueva legislación mediante el análisis, a la luz del marco conceptual descripto, de los efectos económicos inducidos por las mismas.

### **I.3. Un Análisis Económico del Proyecto de Ley de Quiebras.<sup>8</sup>**

El Poder Ejecutivo ha enviado al Congreso un Proyecto de Ley de Quiebras destinado a reemplazar la Ley 19,551. Según las autoridades, el objetivo de la Legislación propuesta consiste en facilitar la reconversión empresarial mediante la adecuación de las empresas y de sus condiciones operativas al estado y rumbo actual de la economía. Con ese fin se privilegiaría la reconversión de empresas que quedaron descolocadas con el cambio de escenario económico que significó el plan de convertibilidad; no intentándose un salvataje indiscriminado, sino el mantener las fuentes de trabajo solamente cuando las características y el estado de las empresas en crisis permita su permanencia en el mercado, y acelerar la liquidación de aquellas que no sean económicamente viables.

La presente sección se encuentra dedicada a evaluar si el Proyecto de Ley domina a la legislación en vigencia en términos de los costos directos, indirectos y ex-ante que genera; este análisis resulta de singular importancia dado que la actual coyuntura tarde o temprano habrá de pasar, pero los costos inducidos por la Ley se verificarán mientras la misma se mantenga en vigencia. En dirección a dicho objetivo se analizarán, a la luz del marco de análisis desarrollado, los efectos económicos inducidos por diversas modificaciones propuestas en el Proyecto de Ley.

#### *Cambios generados en los costos directos.*

Los costos directos de la quiebra se originan por el uso de recursos productivos durante el proceso de concurso y liquidación; típicos ejemplos de dichos costos los constituyen el costo de oportunidad del tiempo consumido de abogados, consultores y expertos, del uso de los servicios provistos por el Poder Judicial, y de cualquier otro gasto en el cual eventualmente deban incurrir los acreedores a los fines de hacer valer sus derechos frente a una inadecuada legislación.

La nueva legislación reduce los costos directos de la quiebra mediante:

- La agilización de los trámites de concurso y liquidación.
- La facilitación del uso de soluciones previas a la fase concursal.
- El establecimiento de la posibilidad de desistir al pedido de concurso.

#### *Se agilizan los trámites de concurso y liquidación.*

La nueva legislación se alinea con la tradición internacional imperante en la actualidad en la materia al agilizar los trámites de concurso y liquidación, mediante el acortamiento y la delimitación de la duración de las diversas etapas del proceso.

---

<sup>8</sup>La fuente bibliográfica de esta sección la constituye la matriz distribuida por el Ministerio de Economía y Obras y Servicios Públicos al presentar el Proyecto de Ley de Quiebras.



La Ley en vigencia no prevee una duración perentoria para la realización de una empresa en quiebra, y de hecho la misma demora considerablemente. La nueva legislación limita la duración completa del proceso de concurso y liquidación a ocho meses hábiles.

El proceso es iniciado por el deudor quien debe presentar un legajo de cada uno de sus acreedores; desde ese momento cuenta con un período de exclusividad de 30 días hábiles para presentar propuestas a los acreedores. Si ninguna de dichas propuestas es aceptada, los acreedores y aún terceros pueden presentar sus propias propuestas. De no encontrarse una solución se procede a la liquidación de la empresa que en principio no debe durar más de cuatro meses hábiles, luego de los cuales se habilitan dos meses para que el juez resuelva impugnaciones. De no ser ajenados la totalidad de los bienes en los cuatro meses estipulados el síndico es pasible de ser removido.

Al acortarse significativamente la duración del proceso de concurso y liquidación se producirá un importante ahorro de recursos productivos. Dichos recursos podrán ser utilizados en la generación de bienes y/o servicios; reduciéndose de esta forma los costos directos provocados por la quiebra en el costo de oportunidad de dichos recursos.

### *Se facilita el uso de soluciones previas a la fase concursal.*

La nueva legislación tiende a promover el uso de soluciones a los problemas de las empresas en una fase previa a la concursal, al facilitar la utilización de acuerdos extrajudiciales con respecto al régimen vigente en el cual su concreción es muy dificultosa. A los fines de alcanzar dichos acuerdos resultará necesario contar con la mayoría absoluta de los acreedores que representen por lo menos las dos terceras partes del total del pasivo.

Un ejemplo de esta tendencia lo refleja el hecho que según la Propuesta de Ley los actos que surjan como consecuencia de un acuerdo homologado serán oponibles a la totalidad de los acreedores, aún a aquellos que no participaron del mismo, aún cuando posteriormente se decretase la quiebra del deudor. Este hecho reduce el riesgo que contraen los acreedores participantes, y por ende tiende a facilitar la concreción de acuerdos; lo cual permitirá el ahorro de recursos productivos al evitar que empresas ingresen innecesariamente en la fase concursal.

### *Se establece la posibilidad de desistir al pedido de concurso.*

En la actual legislación el deudor no puede desistir de su pedido de concurso luego de la publicación de los edictos. La Propuesta de Ley permite desistir de dicho pedido hasta la apertura del período de exclusividad para la presentación de propuestas por parte del deudor; siendo necesario contar con la aprobación de la mayoría de los acreedores quirografarios, debiendo sus créditos representar al menos el 75% de dicho capital.

Esta modificación flexibiliza el desarrollo de planes informales, ahorrando tiempo y dinero en los casos en que se ha llegado a un acuerdo o han variado las circunstancias que motivaron el concurso; induciéndose por lo tanto una reducción en los costos directos de la quiebra producto del ahorro de recursos productivos generado.

### *Cambios generados en los costos indirectos.*

Los costos indirectos de la quiebra se originan cuando empresas insolventes pero económicamente viables fuera del proceso de quiebra se transforman en no viables por el sólo hecho de encontrarse bajo dicho proceso. Este hecho puede originar su liquidación y, por ende, generar costos sociales asociados a una inadecuada reasignación de recursos productivos.

La caída en el valor de la empresa cuando la misma se halla en un proceso de quiebra se halla asociada a la eventual pérdida de reputación; dicha pérdida se acentuará conforme se alargue el proceso, o el proceso de concurso se transforme en uno de liquidación. La reducción en el valor de la empresa puede ser tal que el mismo caiga por debajo del monto susceptible de ser obtenido en caso de procederse a su liquidación inmediata, pudiendo ocasionar que una empresa insolvente pero económicamente viable se convierta en inviable por transitar un proceso de quiebra.

La nueva legislación disminuye los costos indirectos de la quiebra mediante diversas modificaciones:

- La agilización de los trámites de concurso y liquidación.
- La facilitación del uso de soluciones previas a la fase concursal.
- El establecimiento de la posibilidad de desistir al pedido de concurso.
- El establecimiento de la posibilidad de conversión del pedido de quiebra a concurso por parte del deudor.
- La eliminación del requisito de acreditar el pago de deudas previsionales a los fines de presentarse a concurso.

Las tres primeras modificaciones ya han sido analizadas a través de sus efectos sobre los costos directos. La agilización de los trámites de quiebra, motivada por la reducción de los plazos de las distintas fases del proceso, reduce el deterioro eventualmente sufrido por la reputación de las empresas al permanecer las mismas un menor período de tiempo bajo dicho proceso.

Similarmente, al facilitarse el uso de soluciones previas a la fase concursal, y al establecerse la posibilidad de desistir al pedido de concurso, se les facilita a empresas insolventes pero económicamente viables evitar entrar en dicha fase; este hecho reduce el eventual deterioro asociado en su reputación y por lo tanto el riesgo que la empresa se transforme en no viable por el sólo hecho de haber caído en cesación de pagos.

*Se establece la posibilidad de conversión del pedido de quiebra a concurso por parte del deudor.*

En la nueva legislación prevalece la idea que la reestructuración de la empresa debe ser realizada en la etapa de concurso y debe limitarse la etapa de quiebra a su rápida liquidación. Con dicho fin se establece la posibilidad de conversión del pedido de quiebra a concurso por parte del deudor y se elimina el acuerdo resolutorio.

El deudor cuenta con mayores incentivos que los sugeridos por un criterio de eficiencia económica para evitar la liquidación.<sup>9</sup> Este hecho asegura que siempre que una empresa sea económicamente viable el deudor contará con incentivos para solicitar la conversión.

La posibilidad de conversión podría reducir los costos indirectos de la quiebra al permitir que empresas económicamente viables busquen alternativas de solución dentro de la fase concursal; este hecho atenuaría el deterioro en su valor de generarse una pérdida de reputación por encontrarse en liquidación y, por lo tanto, reduciría los costos indirectos de la quiebra al evitar la eventual inadecuada reasignación de recursos.

Resulta interesante preguntarnos si los costos indirectos de la quiebra podrían haber sido reducidos mediante:

- El establecimiento de la posibilidad que sean los acreedores quienes soliciten el concurso.
- El establecimiento de la posibilidad de conversión del pedido de quiebra a concurso a solicitud de los acreedores.

---

<sup>9</sup>Ver "La existencia de efectos indeseados," págs. 7-10.

En la nueva legislación, al igual que en la Ley 19,551, tan sólo es el deudor quien puede solicitar el concurso preventivo de acreedores. Por ende, de no solicitar el deudor dicho concurso la única alternativa con que cuentan los acreedores es solicitar la quiebra.

Por otra parte, la legislación en vigencia no contempla la posibilidad de convertir un pedido de quiebra a concurso. Si bien la nueva legislación establece dicha posibilidad, no lo hace a pedido de los acreedores; es decir, si el deudor se presenta voluntariamente en quiebra los acreedores no cuentan con la posibilidad de solicitar la conversión de dicho pedido a concurso.

Dado que la nueva legislación otorga al deudor la posibilidad de solicitar la conversión, y dado que el mismo cuenta con incentivos para evitar la liquidación aún cuando la empresa sea económicamente inviable, es posible concluir que de otorgarse a los acreedores ya sea la posibilidad de solicitar el concurso, o de convertir el pedido de quiebra a concurso, no se habría de producir una reducción adicional de los costos indirectos de la quiebra. Dicha conclusión se basa en el hecho que de ser la empresa económicamente viable el deudor solicitará la conversión y, simétricamente, de solicitar el deudor la quiebra, la empresa será económicamente inviable aún fuera de dicho proceso.

*Se elimina el requisito de acreditar el pago de remuneraciones y deudas previsionales a los fines de presentarse a concurso.*

La Ley en vigencia exigía estar al día con el pago de las remuneraciones y las deudas previsionales a los fines de poder presentarse a concurso. La nueva legislación no requiere dicho requisito; es de mencionar que el mismo ya había sido removido por la jurisprudencia.

La eliminación de este requisito podría reducir los costos indirectos de la quiebra al permitir, de igual forma que al establecerse la posibilidad de conversión, que empresas económicamente viables busquen alternativas de solución dentro de la fase concursal; atenuándose de esta forma el deterioro de su reputación y, por lo tanto, los costos generados por la inadecuada reasignación de recursos producto de su eventual liquidación.

### *Cambios generados en los costos ex-ante.*

Se dedicará el resto de la sección a analizar los cambios generados en los costos ex-ante, los cuales se originan en las decisiones de aquellos actores en control del proceso de quiebra. Si el control de dicho proceso se encuentra en manos del deudor, empresas insolventes y económicamente no viables lograrán continuar en actividad y por ende se generarán costos sociales al dilatarse la reasignación de recursos productivos. Similarmente, de estar el control del proceso en manos de los acreedores, empresas insolventes pero económicamente viables podrían ser liquidadas lo cual también habrá de generar costos sociales dada la inadecuada o eventualmente, en el caso de existir capital específico, prematura reasignación de los factores productivos.

La legislación Argentina en vigencia se encuadra bajo el primer escenario, al permitir tan sólo al deudor presentar un plan a los fines de reorganizar la empresa; si los acreedores no lo aceptan la empresa es declarada en quiebra y debe ser liquidada. Dado que en general dicha posibilidad implica que los acreedores quirografarios no percibirán retorno alguno por sus derechos, luego del largo y oneroso proceso de liquidación, los acreedores no tienen otra alternativa que aceptar cualquier propuesta del deudor que permita que la empresa siga en operaciones. Este hecho genera costos sociales al no liquidarse empresas económicamente no viables y por ende dilatarse la reasignación de recursos productivos.

La nueva legislación propone diversas modificaciones tendientes a nivelar el control del proceso de quiebra entre el deudor y los acreedores; reduciéndose de esta forma los costos ex-ante generados por dicho evento:

*Modificaciones que indirectamente disminuyen el control del proceso por parte del deudor:*

- Se reducen los honorarios profesionales.
- Se agilizan los trámites de concurso y liquidación.
- Se limita la posibilidad de continuación de la empresa en liquidación.
- Se establece la novación de deudas.
- Se limita el uso del proceso.

*Modificaciones que explícitamente incrementan el control del proceso por parte de los acreedores:*

- Se les permite a los acreedores la presentación de planes alternativos.
- Se permite la participación de terceros.
- Se permite prescindir de la votación de los accionistas.
- Se acorta el período de verificación de créditos tardíos.
- Se incorpora la figura del comité de acreedores.
- Se limita el rol del Juez.

*Modificaciones que indirectamente disminuyen el control del proceso por parte del deudor.*

La legislación vigente regula, en el caso de los concursos, los honorarios profesionales entre el 2% y 8% de los activos, no pudiendo exceder el 8% del pasivo; la Propuesta de Ley acota dichos honorarios entre el 1% y el 4% del activo, no pudiendo superar el 4% del pasivo ni ser inferior a dos sueldos de secretario de primera instancia.

En el caso de las quiebras, los honorarios profesionales se encuentran regulados entre el 8% y el 25% de los activos realizados. La nueva legislación los limita entre el 4% y 12% de dichos activos, no pudiendo ser inferior a tres sueldos de secretario de primera instancia ni superior al 12% del activo realizado.

Por otra parte, se autoriza al juez a prescindir en la regulación de los honorarios de los mínimos mencionados si de la naturaleza, calidad, o resultado, de la labor profesional, o del valor de los bienes involucrados, se infiere que la directa aplicación de los mismos conduce a una desproporción entre la importancia del trabajo realizado y la retribución resultante.

La reducción de los honorarios profesionales incrementa el monto neto remanente de la liquidación y por ende reduce los incentivos que enfrentan los acreedores quirografarios a aceptar cualquier propuesta con tal que la

empresa no sea liquidada; este hecho tiende a reducir el poder del deudor durante el proceso y por ende los costos ex-ante generados.

Un efecto similar es producido por la agilización de los trámites de concurso y liquidación, al fijarse límites a las distintas etapas del proceso; el acortamiento del mismo limita los gastos de la quiebra, incrementándose el monto remanente de la liquidación.

Es de mencionarse que dicho monto podría también incrementarse por haberse establecido la imposibilidad que la empresa continúe en actividad una vez que ha sido declarada su quiebra, a menos que dicha continuidad resulte imprescindible para maximizar el valor resultante de su liquidación; de esta forma se habrá de evitar el vaciamiento de empresas muchas veces observado y por ende se reducirán los incentivos que enfrentan los acreedores quirografarios a aceptar cualquier propuesta del deudor.

La nueva legislación también disminuye indirectamente el poder del deudor al establecer la novación de sus obligaciones con origen o causa anterior al concurso y al eliminar la posibilidad de volver a acogerse a un proceso concursal hasta tanto haya transcurrido un año desde el cumplimiento de un acuerdo anterior. Dichas modificaciones operan como un incentivo para que los acreedores analicen con mayor cuidado la viabilidad del plan por el que están arriesgando sus créditos, promoviéndose la seriedad de los planes de reconversión al eliminarse el seguro implícito en la inexistencia de la novación de deudas y en la posibilidad de acogerse a un nuevo proceso tan pronto haya sido cumplimentado el anterior.

### *Modificaciones que explícitamente incrementan el control del proceso por parte de los acreedores.*

La Propuesta de Ley otorga un mayor poder a los acreedores al permitirles no tan sólo proponer planes de reorganización alternativos, sino también que acepten planes propuestos por terceros sin la necesidad de obtener el consentimiento de los accionistas.

Luego del plazo de 30 días hábiles que se le otorga al deudor para formular propuestas, si las mismas no son aceptadas, la iniciativa pasa a los acreedores por un período similar, durante el cual los acreedores y también terceros interesados podrán comprar la empresa pagando un precio real y asumiendo el riesgo empresario.

En esta fase se podrá prescindir de la votación de los socios cuando se les reconozca el valor de su participación en la empresa según el valor de libros reducido en la misma proporción que lo fuese el crédito de los acreedores como resultado del acuerdo, y restando el 2.5% como estimación de gastos y costas. Esta posibilidad es similar en espíritu al "cramdown"<sup>10</sup> de la Legislación Americana.

Por otra parte, la Propuesta de Ley reduce el riesgo que asumirán los eventuales "compradores" de la empresa al margen del riesgo empresario, al no permitir que la verificación de créditos tardíos se realice más allá de dos años de iniciado el proceso (la legislación en vigencia permite verificar dichos créditos hasta tanto los mismos hayan prescripto, aún cuando el plan hubiese sido homologado).

Todas estas modificaciones incrementan el control de los acreedores, al eliminar el aceptar el plan propuesto por el deudor como la única alternativa contemplada por la legislación en vigencia que evita la declaración de la empresa en quiebra. Bajo la nueva legislación los acreedores podrán rechazar dicho plan y proponer otros alternativos, aún con la participación de terceros, y con la menor incertidumbre generada por la reducción del período de verificación de créditos tardíos.

---

<sup>10</sup> Si un plan de reorganización es votado y al menos recibe la aprobación de una clase (puede el resto de las clases oponerse, o tener que eliminarse el paquete accionario dado que la empresa es por completo insolvente), la corte puede confirmar el plan si cada clase que disienta es tratada "justa y equitativamente," lo cual implica que cada clase debe recibir el valor nominal de sus derechos durante la duración del plan o de lo contrario ninguna clase ordenada por debajo puede recibir compensación alguna.

Adicionalmente, resulta interesante señalar que la nueva legislación otorga a los acreedores explícitamente un mayor control del proceso de quiebra al incorporar la figura del comité de acreedores, el cual se encuentra dotado de amplios poderes de investigación, presentación de propuestas y control sobre el cumplimiento de los acuerdos homologados y, simétricamente, al limitar el rol del juez a verificar el cumplimiento de la Ley, no confiándole, a diferencia de la legislación en vigencia, potestad alguna para evaluar la factibilidad de un acuerdo alcanzado.

En síntesis, resulta claro que la Propuesta de Ley ha balanceado el poder del deudor y de los acreedores en el proceso de quiebra y por ende ha reducido los costos ex-ante provocados por la continuación en actividad de empresas económicamente no viables.

### *A modo de síntesis.*

La Propuesta de Ley domina a la legislación en vigencia no tan sólo desde un punto de vista coyuntural, sino también estructural. Desde una óptica cortoplacista la nueva legislación facilita la reconversión empresarial. Con ese fin, por ejemplo:

- Contempla la reorganización de la empresa, es decir, la posibilidad que los acreedores conviertan su deuda en acciones, y que por ende tomen el control de la empresa, o bien que la empresa sea adquirida por terceros; en ambos escenarios se procedería al remplazo del management en caso de ser dicha decisión la económicamente eficiente.

- Establece la posibilidad de renegociación de los contratos laborales. La legislación en vigencia limitaba el concurso a la renegociación de los pasivos; la nueva legislación no sólo permite a los acreedores laborales renunciar a sus privilegios sobre los pasivos, sino que introduce la posibilidad de renegociar los convenios de trabajo.

- Facilita la aceptación de planes de reorganización al eliminar el requerimiento existente en la Ley en vigencia de agrupar a los acreedores quirografarios en una sola categoría. Los acreedores debían votar conjuntamente por una única propuesta presentada por el deudor, la cual debía ser la misma para la totalidad de los acreedores. La nueva legislación divide a los acreedores en clases y establece la posibilidad de subdividir dichas clases de acuerdo a la naturaleza de sus créditos, montos verificados, etc; dentro de cada subclase la propuesta puede incluir un amplio menú de opciones.

El cambio de escenario económico que significó el plan de convertibilidad es un fenómeno coyuntural; resulta de mayor importancia el hecho que la nueva legislación domina a la anterior desde un punto de vista estructural, al generar menores costos sociales que su antecesora.

Desde esta óptica el Proyecto de Ley de Quiebras se encuentra en consonancia con la tendencia internacional prevaleciente en la materia al:

- Acortar los plazos de las diversas fases del proceso; lo cual explícitamente reduce los costos directos e indirectos del mismo, e indirectamente reduce los costos ex-ante al incrementar el eventual monto resultante de procederse a la liquidación de la empresa.

- Atenuar el poder de los deudores, quienes usualmente controlaban el proceso; balanceándose de esta forma el control del proceso de quiebras y reduciéndose por ende los costos ex-ante generados por el mismo.

- Más aún, la nueva legislación reduce significativamente el costo del crédito al mejorar las condiciones que enfrentan los acreedores en el escenario de insolvencia; disminuyendo de esta forma el riesgo de dicho crédito, y por ende su costo.

Sin embargo, el hecho que la Propuesta de Ley genera un proceso de quiebras de dos fases (concurso y liquidación) da lugar a que se produzcan costos sociales susceptibles de ser evitados; la próxima sección propondrá una legislación alternativa la cual atenúa dichos costos mediante un proceso de una sola fase, el cual privilegia, aún más, el rol jugado por el mercado.

## **I.4. A la Puerta de una Solucion de Mercado.**

Si bien la nueva legislación es claramente preferible a la Ley en vigencia tanto desde un punto de vista coyuntural como estructural, ya sea en sus efectos estáticos como en su influencia sobre el costo del crédito, resulta interesante preguntarse si la misma es perfectible. En la primera parte de esta sección se propondrá una legislación alternativa la cual privilegia aún más el rol jugado por el mercado, capaz de reducir los costos ex-ante e indirectos de la quiebra, así como también el costo del crédito. Este tipo de legislación, caracterizada por ser de una sola fase, no es usualmente implementada; por ello el resto de la sección será dedicada a analizar la economía política de la sanción de una Ley de Quiebras, a los fines de hallar en la misma las razones de la usual no implementación de una legislación como la propuesta.

### *La utilización voluntaria de la valuación del mercado.*

La Propuesta de Ley es un claro ejemplo de una legislación de dos fases que otorga un cierto rol al mercado, al permitir la participación de terceros a los fines de solucionar los problemas de las empresas en estado de insolvencia.

La nueva legislación establece que luego del plazo de exclusividad que se le otorga al deudor para formular propuestas, si las mismas no son aceptadas, los acreedores y también terceros interesados podrán comprar la empresa pagando un precio real y asumiendo el riesgo empresario. Más aún, de no alcanzarse una solución en la fase concursal, en la fase de liquidación la nueva legislación privilegia la venta de la empresa en marcha. Con ese fin se libera al adquirente de las obligaciones laborales anteriores a la adquisición; es decir, que en el proyecto de Ley el comprador deja de ser considerado sucesor de los contratos laborales y de los importes adeudados existentes a la fecha de la transferencia.

La entrada de terceros transforma el sistema de reestructuración al explícitamente permitir la participación del mercado; pero dicha participación es de carácter voluntaria. El carácter voluntario de la utilización de la valuación provista por el mercado es propia de un proceso de quiebras de dos fases. En este tipo de proceso la valuación de la empresa realizada por los terceros, por ejemplo durante la fase concursal, puede no ser aceptada por las diversas categorías de propietarios de derechos; los cuales pueden llegar a una solución de negociación distinta. Esta característica genera costos ex-ante al permitir continuar en actividad empresas que jamás hubieran sido adquiridas por terceros como una unidad operativa.

Similarmente, la utilización de un proceso de quiebra de dos fases que permite el uso voluntario de la valuación del mercado genera costos indirectos susceptibles de ser evitados y un costo del crédito mayor del mínimo factible.

*Un proceso de quiebra de dos fases: El problema del free rider.*

Por ejemplo, el deudor, o diversas clases de acreedores pueden no aceptar la solución propuesta por un tercero dispuesto a adquirir la empresa por pretender obtener una compensación excesiva; por lo tanto la negociación podría estar condenada al fracaso por no querer los participantes pagar los costos representados en la reducción de sus derechos. Este hecho refleja una vez más el problema del free rider.

El problema del free rider puede generar que no se alcance una solución en la fase concursal y por ende que la empresa pase a la fase de liquidación. Dado que la nueva legislación explícitamente indica que la empresa debe ser vendida a la mejor oferta, ya sea en marcha o no, de ser la empresa económicamente viable la valuación del mercado en esta fase podría permitir que la empresa continúe en actividad.

Sin embargo, al caer la empresa en quiebra puede llegar a deteriorarse su valor por la pérdida de reputación que este hecho implica; de generarse dicho escenario la empresa podría transformarse en económicamente no viable y por ende ser inadecuadamente liquidada por el sólo hecho de haberse utilizado un proceso de quiebra de dos fases, el cual no utiliza en forma mandatoria la valuación del mercado; generándose de esta forma costos indirectos.

### *Un proceso de quiebra de dos fases: El problema de la información asimétrica.*

La existencia de un proceso de quiebra de dos fases, en el cual la utilización de la valuación del mercado es voluntaria, genera la posibilidad que una empresa económicamente viable no encuentre una solución dentro de la fase concursal por el hecho que los terceros eventualmente interesados en adquirir la empresa cuentan con un menor caudal de información sobre la misma que los propietarios.

El problema generado por la existencia de información asimétrica se origina en la posibilidad que si la empresa fuese económicamente viable es posible que los accionistas, o algunas clases de acreedores, preferirían continuar en control de la misma en lugar de obtener ingresos provenientes de su venta. La incapacidad de aquellos que venden buenas empresas de diferenciarse de aquellos que venden malas dificulta la utilización voluntaria de la valuación del mercado, dado que la subvaluación que eventualmente se generará podría ocasionar que algunas clases de acreedores no privilegiadas, o los mismos accionistas, no encuentren conveniente realizar una operación que en el caso de existir información completa sería llevada a cabo. Este hecho, al igual que el problema del free rider, puede condenar a ser liquidadas a empresas económicamente viables, generándose de esta forma costos indirectos.

### *Un proceso de quiebra de dos fases: Su efecto sobre el costo del crédito.*

En teoría resulta posible que una solución propuesta en la fase concursal sea aceptable para todas las partes involucradas; pero aún cuando todos los grupos interesados sepan que la nueva propuesta es mejor que el status quo siempre pueden existir grupos que la rechacen pues otra alternativa podría ser para ellos superior. Si la empresa es muy grande existirán una multiplicidad de planes posibles lo que incrementará la dificultad de la negociación y disminuirá la exactitud de la valuación.

Cuanto más inexacta sea la valuación de la empresa, y mayor la discrecionalidad en el tratamiento de los derechos de los acreedores, mayor será el riesgo que los mismos enfrentan, y por ende mayor será el costo del crédito. Desde este punto de vista un proceso de una sola fase, como el que será sugerido en esta sección, disminuirá el costo del crédito al incrementar la exactitud de la valuación de la empresa y eliminar la discrecionalidad en el tratamiento de los derechos de los acreedores.

### *Un proceso de quiebra de una sola fase.*



Los procesos de quiebra de una sola fase se caracterizan por determinar la valuación de la empresa a través de mecanismos de mercado, a diferencia de los procesos de dos fases en los cuales dicho valor puede surgir implícitamente del proceso de negociación entre el deudor y los acreedores, propio de la fase concursal. La mayor exactitud de la valuación de la empresa reduce el riesgo que enfrentan las distintas clases de acreedores y por ende el costo del crédito.

Por otra parte, como resultado de este tipo de proceso de quiebra la empresa emerge con una estructura de capital 100 % accionaria, por lo cual la nueva clase de propietarios no cuenta con incentivos distintos de los de viabilidad económica a los fines de decidir la continuación de las operaciones de la empresa, o su eventual liquidación; eliminándose de tal forma los costos ex-ante de la quiebra. Finalmente, la mayor rapidez de este tipo de proceso reduce la permanencia de las empresas bajo el mismo y por ende los costos indirectos que probablemente este hecho generaría; un efecto similar es provocado por la desaparición del problema del free rider, dada la supresión de la negociación propia de la fase concursal.

Existen diversas propuestas de procesos de quiebra de una sola fase; todas ellas se encuadran dentro de la filosofía de dejar al mercado solucionar el problema de la empresa en lugar de generar una negociación entre las partes (Meckling, 1977; Roe, 1983; Bebchuk, 1986; Baird, 1986; Jackson, 1986); proponiendo vender parte, o la totalidad, del nuevo paquete accionario. Algunas de ellas permiten dentro de la fase única la reorganización de la empresa; otras (Baird, 1986 y Jackson, 1986) eliminan por completo la posibilidad de reorganización. La propuesta de este trabajo se encuentra dentro de este último marco conceptual.

### *Un proceso de quiebra de una sola fase con participación limitada del mercado.*

Los procesos de una sola fase que contemplan la posibilidad de reorganización de la empresa utilizan el mecanismo de mercado a los fines de valorar la empresa, pero como veremos al examinar las propuestas de Bebchuk y Roe, la participación del mercado es en cierto sentido limitada.

Un ejemplo de este tipo de legislación es propuesto por Bebchuk (1986), quien sugiere un mecanismo mediante el cual son las propias partes quienes buscan la eficaz defensa de sus intereses. Simultáneamente con la declaración de quiebra pasa la totalidad del patrimonio de la empresa a disponibilidad de los acreedores; es decir que pasa no tan sólo la disposición de los bienes sino también la capacidad de administrarlos. Dentro de los 90 días el deudor tiene la opción de readquirir la empresa mediante el pago del valor de los pasivos; vencido dicho plazo los acreedores pasan a tener libre disposición de los mismos. Este mecanismo permite establecer un índice objetivo de la insolvencia de la masa; dado que en la medida que la misma sea solvente, el deudor o alguna persona a quien este interés estará dispuesta a adquirir el patrimonio del fallido contra el pago integral de los pasivos comunes. Si la empresa es económicamente viable continuará en operaciones ya sea en manos del deudor, de algún tercero interesado por este para que le financie la readquisición de la empresa, o en manos de los acreedores; de ser económicamente inviable será liquidada.

La desaparición de los costos ex-ante se basa en el hecho que la empresa emergerá del proceso de quiebras con una sola categoría de propietarios y por ende su criterio de decisión coincidirá con el de eficiencia económica.

Si bien este tipo de mecanismo elimina los costos ex-ante generados por el proceso de quiebra no logra, dado que permite la reorganización, separar la disputa de los acreedores por sus derechos de la toma de decisiones de la empresa. Por ejemplo, dado que los acreedores adquieren la plena disponibilidad de los bienes del deudor, resulta razonable que dicho patrimonio sea administrado por algún administrador designado por la mayoría de los créditos; el problema consiste en que es necesario concluir el proceso de distribución de derechos antes que pueda ser designado dicho administrador y por ende que la empresa pueda volver a funcionar normalmente independientemente de la intervención judicial, o bien ser liquidada. Esta demora produce costos sociales, dada la inadecuada utilización de recursos productivos hasta tanto haya finalizado la disputa por la distribución de derechos.

Las ventajas y los problemas asociados a un mecanismo de una sola fase resultan claramente ilustrados por la propuesta de Roe (1983).

Roe propone un plan de reorganización para grandes empresas que coticen en bolsa. El mecanismo se inicia con la venta de un 10% del nuevo capital accionario en el mercado, del monto resultante se extrapola el valor de la empresa. Una vez que el valor de la empresa fue así determinado se entregan acciones a las distintas clases de propietarios según el orden de prioridades.

La propuesta de Roe se basa en el hecho en que si la empresa reorganizada puede comercializar sus acciones eficientemente no existe razón alguna para que un acuerdo entre las partes reemplace al mercado a los fines de proceder a su valuación. Supóngase, por ejemplo, que la empresa tiene la siguiente estructura de capital: \$ 5,000,000 de deuda privilegiada, \$ 5,000,000 de deuda quirografaria y el paquete accionario. Los acreedores privilegiados argumentan que la compañía vale \$ 5,000,000 por lo cual el total del nuevo paquete accionario les debería ser entregado; los quirografarios argumentan que la compañía vale \$ 10,000,000 y los accionistas que la compañía vale \$ 20,000,000. Si se reestructura la empresa a través de una negociación se llegará a un valor de la empresa que no necesariamente será el correcto, dado que el mismo estará asociado al poder de negociación de las partes. Supóngase ahora que se decide remplazar la estructura de capital de la empresa por 1,000,000 de nuevas acciones. Se decide vender 100,000 de ellas en el mercado y de esta operación se extrapola el valor de la empresa. Imagínese que el colocador obtiene \$ 10 por acción, es decir que se estima que la empresa vale \$ 10,000,000. Las 900,000 acciones remanentes serán repartidas entre los acreedores privilegiados, quienes reciben 500,000 acciones por el valor de la totalidad de sus derechos, y los acreedores quirografarios, quienes reciben 400,000 acciones por un valor de \$ 4,000,000. No recibiendo compensación alguna el paquete accionario.

Este tipo de mecanismo separa la valuación de la empresa de la distribución de derechos y genera una sola categoría de propietarios eliminando de esta forma la posibilidad que se generen costos ex-ante. Sin embargo, al igual que la propuesta de Benchuck, al contemplar la posibilidad de reorganización de la empresa, no separa la disputa de los derechos de los acreedores de la toma de decisiones de la empresa, dado que resulta necesario concluir con el proceso de distribución de derechos antes que la empresa pueda volver a funcionar independientemente del control judicial, o bien que pueda ser liquidada.

### *Viabilidad de la empresa en el largo plazo.*

Una ventaja de este tipo de mecanismos consiste en que la empresa saldrá del proceso de quiebra con una estructura de capital 100% accionaria, en contraste con la alta proporción de deuda con que muchas veces emergen las empresas de los procesos de reorganización en los Estados Unidos; esta característica es de gran significancia de ser la empresa económicamente viable.

En primer lugar maximiza la posibilidad que la empresa no recaiga en una situación de insolvencia. A los acreedores no les importa la viabilidad de la empresa sino la posibilidad de cobrar sus créditos; por ende, acordarán volver la empresa más viable únicamente si de esta forma incrementan el valor esperado de sus derechos. Por ejemplo, un acreedor privilegiado puede preferir mantener sus derechos concediendo una cierta espera que capitalizarlos, incrementando la viabilidad del plan de reorganización pero reduciendo la viabilidad financiera de la empresa en el largo plazo. Este hecho podría atentar contra la continuidad en el largo plazo de empresas económicamente viables dado que las mismas podrían volver a alcanzar un estado de insolvencia.

Resulta interesante ilustrar esta posibilidad mediante la reforma propuesta de nuestra legislación. La Propuesta de Ley limita la posibilidad de volver a acogerse a un proceso concursal hasta tanto haya transcurrido un año desde el cumplimiento de un acuerdo anterior. Por lo tanto, de emerger una empresa del proceso de reorganización con una alta proporción de deuda, existirá el riesgo que la empresa caiga en quiebra en un futuro tan sólo por ingresar nuevamente en un estado de insolvencia; posibilidad que se contrapone con el espíritu de la

reforma de nuestra legislación la cual privilegia la reconversión de empresas financieramente insolventes pero económicamente viables.

Otro costo de emerger del proceso de quiebra con una alta proporción de deuda es que la misma dificultará a la empresa hacerse de capital de trabajo por el alto riesgo de incobrabilidad que enfrentarán los nuevos acreedores; dicho riesgo se verá traducido en un alto costo del crédito.

Por otra parte, si se mantiene luego de la reorganización una estructura de alta deuda se preservan los incentivos a tomar proyectos riesgosos que no necesariamente maximizarán el valor esperado de la empresa sino el del nuevo paquete accionario.

Por ende, aparenta ser preferible una solución de mercado que genere una estructura de capital 100 % accionaria; la nueva empresa posteriormente podrá elegir la estructura de capital que prefiera; al fin y al cabo no existe restricción alguna que le prohíba elegir la estructura que hubiese resultado del proceso de negociación, de así desearlo.

### *Una clase distinta de costos ex-ante.*

El hecho que bajo este tipo de mecanismos los deudores obtengan un muy bajo rendimiento de sus inversiones generará que intenten que la empresa permanezca fuera del proceso de quiebra todo el tiempo que sea posible; lo cual generará costos ex-ante al incentivar que continúen en actividad empresas que deberían ser liquidadas, o bien reorganizadas, y por ende que se produzca un uso ineficiente de los recursos productivos.

Muchas veces se considera que una empresa se presentará en concurso cuando el valor de sus activos iguale el de sus deudas, dado que bajo este escenario no podrá obtener créditos adicionales; sin embargo, si la deuda está clasificada de tal forma que los últimos deudores tienen prioridad de cobro, last-lender-first-rule, es posible que la empresa logre continuar en operaciones a pesar que la relación de pasivos a activos supere claramente la unidad. Esta característica se origina del hecho que un potencial acreedor estará dispuesto a prestar dinero toda vez que se asegure que habrá de recobrarlo.

Una aplicación de la last-lender-first-rule consiste en convertir deuda de corto plazo no asegurada en deuda de largo plazo asegurada cuando la situación de una empresa se vuelve precaria. El hecho que las empresas realicen dicho tipo de conversión otorga implícitamente a los últimos acreedores prioridad para cobrar; este mecanismo es exactamente el opuesto al sugerido por la me-first-rule, que indica que la prioridad de los créditos debe ser determinada cronológicamente, y genera costos ex-ante pues permite prolongar las operaciones de empresas que en muchos casos deberían ser liquidadas por ser económicamente inviables.

Sin embargo, este tipo de costo ex-ante no es propio de un régimen de quiebras de una sola fase sino que también se origina en toda legislación en la cual los propietarios de la empresa enfrentan la posibilidad de obtener muy bajos retornos de entrar en un proceso de quiebra, o bien de perder el control de la empresa, ya sea porque la misma será reorganizada o liquidada como resultado de dicho proceso.

Esta hipótesis es respaldada por la evidencia provista por la reforma de la Legislación Americana resumizada en los Cuadros 4 y 5, según la cual el Bankruptcy Code, al facilitar el traspaso del control de la empresa del deudor a los acreedores y volver más frecuentes las liquidaciones, incrementó considerablemente el ratio de deuda asegurada respecto ya sea de la deuda total, o bien del total de activos, dados los mayores incentivos recibidos por las empresas para permanecer fuera del proceso de quiebra.

Por otra parte, la propuesta de reforma de la Legislación Argentina también genera incentivos para que se origine este tipo de costos. En primer lugar, porque la reforma reduce el control del deudor del proceso de quiebra incentivándolo a permanecer fuera del mismo. Un claro ejemplo de dichos incentivos lo refleja la posibilidad de

prescindir, fuera del período de exclusividad, de la votación del deudor cuando se le reconozca el valor de su participación en la empresa según el valor de libros reducido en la misma proporción que lo fuese el crédito de los acreedores como resultado del acuerdo, y restando el 2.5% como estimación de gastos y costas. Esta posibilidad implica que en muchas ocasiones el deudor percibirá una compensación prácticamente nula por su inversión. En segundo lugar, la nueva legislación establece que para la revocación de los actos durante el período de sospecha realizados con conocimiento de la cesación de pagos es requisito que los mismos resulten perjudiciales para los acreedores. Este hecho otorga mayor estabilidad a los actos otorgados con el fin de sanear a la empresa con anterioridad a la apertura del proceso, pero facilita el funcionamiento de las empresas fuera de dicho proceso.

### *Un proceso de quiebra de una sola fase con participación irrestricta del mercado.*

Los procesos de quiebra de una sola fase como los descritos dominan a aquellos de dos fases en términos de los costos sociales generados. Sin embargo, son aún perfectibles desde el momento que no logran separar la disputa por los derechos de los acreedores de la toma de decisiones de la empresa. Es por ello que se centrará ahora la atención en un mecanismo de una sola fase el cual elimina este tipo de problemas, al no establecer la posibilidad que la empresa sea reorganizada; este mecanismo no es otro que el uso irrestricto del mercado a los fines de valorar la empresa.

Imagínese un proceso de una sola fase consistente en la subasta de la empresa; la empresa se habrá de vender en funcionamiento o a destajo dependiendo del monto de las distintas ofertas. Los recursos así producidos serán utilizados para pagar a los acreedores y a los accionistas según el orden de prioridades. En este caso, dado que se genera una única categoría de propietarios, no existen incentivos para adoptar una decisión económicamente ineficiente; es decir, que la empresa únicamente será vendida en funcionamiento de ser económicamente viable y tan sólo será liquidada de no serlo.

Este tipo de proceso no elimina la posibilidad que existan múltiples presentaciones ante la justicia de acreedores con derechos ambiguos. Sin embargo, separa por completo ambos problemas pues los nuevos dueños de la empresa pueden ponerla en funcionamiento fuera del control judicial mientras se discute como repartir lo obtenido. Por ejemplo, supóngase que las ofertas recibidas para comprar la empresa en funcionamiento exceden lo que se obtendría de venderla a destajo, queda por determinar como se les paga a los acreedores asegurados; ellos van a arguir una valuación alta de los activos sobre los cuales se encuentran asegurados y el resto de los acreedores una valuación baja. Este problema se resolverá a través de un proceso de negociación, o de lo contrario se llegará a la justicia, pero nada tendrá que ver con el normal funcionamiento de la nueva empresa; será tan sólo una disputa por derechos.

Esta clase de mecanismo maximizará en un mercado eficiente el producido por la venta de la empresa, lo cual garantizará la máxima compensación a las distintas categorías de propietarios; hecho que habrá de disminuir el costo del crédito al reducir la incertidumbre que enfrentan los acreedores frente al escenario de la quiebra.

### *El rol de la eficiencia del mercado.*

Un mercado de capitales es eficiente si los agentes participantes utilizan correctamente en su proceso de toma de decisiones la totalidad de la información disponible. Cuanto mayor sea el número de participantes, y cuanto mayor la magnitud de los beneficios en juego, más eficiente habrá de ser el mercado.

Esta característica induce a conjeturar que la valuación de las empresas en quiebra obtenida mediante subastas será más exacta en el caso de grandes empresas, donde los beneficios en juego son importantes, que en el caso de empresas pequeñas. Más aún, es de esperarse que surjan empresas intermediarias especializadas en adquirir empresas baratas, las que aportarán eficiencia al mercado; es decir, que arbitrarán el mercado contribuyendo a que los precios reflejen correctamente la totalidad de la información disponible.

Las empresas pequeñas probablemente serán liquidadas a destajo, por no existir incentivos para que terceros investiguen la posibilidad de hacer beneficios de adquirirlas en actividad. Este hecho generará beneficios y costos sociales. Por un lado, al incentivarse la liquidación de empresas económicamente inviables se generarán beneficios sociales por agilizarse la reasignación de recursos productivos; pero por el otro, de liquidarse a destajo empresas económicamente viables se generarán costos sociales por la inadecuada reasignación de recursos. Sin embargo, dichos costos se originan en una característica de las empresas, su tamaño, y no en el proceso de quiebra de una sola fase propuesto, dado que similares problemas se manifiestan bajo un proceso de quiebras de dos fases.

De todas formas resulta interesante preguntarse cuál es la relevancia de estos costos y beneficios. Las empresas pequeñas (menos de U\$S 500,000 de activos) representan en USA la mayoría (2/3) de las empresas que se presentan a concurso (Chapter 11). Sin embargo, tan sólo un 10% de ellas continúan en actividad una vez que el proceso ha terminado; para la mayoría de ellas el Chapter 11 es tan sólo una etapa intermedia a la liquidación (Chapter 7). Los costos o beneficios sociales inducidos por la liquidación a destajo de empresas pequeñas no serían de gran relevancia, dado que el total de activos y pasivos de estas empresas representa tan sólo el 5% del total del de las empresas que se presentan bajo el Chapter 11.

Obviamente no existe razón alguna para afirmar que el mercado de empresas en quiebra es eficiente; es decir, que valúe correctamente las empresas utilizando la totalidad de la información disponible. Pero la pregunta relevante no es si la valuación de mercado es exacta, sino si es de una mayor exactitud que la proveniente de una negociación bilateral, o en general multilateral, como es la resultante de la fase concursal. Dadas las características propias de todo proceso de negociación, con sus amenazas y acuerdos, no existe razón alguna para no suponerlo.

### *Ventajas adicionales de la participación irrestricta del mercado.*

A los fines de reafirmar la conveniencia de una legislación como la propuesta se examinarán distintos problemas generados por un proceso de fase única que utilice tan sólo en forma restringida la valuación del mercado, susceptibles de ser solucionados mediante una legislación como la sugerida.

Una desventaja de valorar una empresa extrapolando su valor del precio resultante de la venta de, por ejemplo, un 10% del nuevo paquete accionario es que acreedores con grandes derechos podrían quedar con grandes paquetes accionarios (bloques de control) lo cual puede reducir el precio obtenido por las acciones que salieron al mercado, aún cuando la valuación de la empresa haya sido correcta; por ende, el precio de venta y la compensación provista a los acreedores puede verse distorsionada.

Una segunda desventaja de este tipo de mecanismo consiste en que al venderse tan sólo el 10% de las acciones las mismas podrían llegar a ser sobrevaluadas por el mercado, dado que se tomaría la punta del mismo. Desde el momento que existan buenos sustitutos este hecho no se habrá necesariamente de producir; por otra parte, este efecto también habrá de ser atenuado por el hecho que algunos de los acreedores estarán dispuestos a vender sus posiciones. Pero de todas formas hay incentivos para que se produzca una peor valuación de la empresa que en el caso en que se venda el 100% de la misma.

Otro problema de vender tan sólo el 10% de las acciones en el mercado es la posibilidad que se verifiquen intentos de manipulación del precio por parte de los acreedores de las categorías más bajas, o por parte de los accionistas. Por lo cual, de utilizarse este tipo de mecanismo, deberían existir restricciones a su accionar; por ejemplo, similares a las impuestas al accionar de los insiders por la Legislación Americana. Este problema obviamente desaparece si se procede a la subasta de la empresa.

### *A modo de síntesis.*

La participación irrestricta del mercado cuenta con ventajas significativas; la principal es que separa dos hechos. Por ejemplo, las propuestas de una sola fase que utilizan en forma restringida los mecanismos de mercado necesitan contar con la información de cuales son los derechos de cada una de las clases y cuales las prioridades de cada una de ellas. Por lo tanto no pueden separar las decisiones sobre el accionar futuro de la empresa de las disputas sobre los derechos de las distintas clases de propietarios. Una subasta pública no requiere la resolución de ninguna de estas disputas; la subasta fija precio, produce nuevos dueños quienes decidirán el futuro de la empresa, y los dueños originales luego pueden disputarse los fondos resultantes; es decir, que son dos procesos por completo independientes.

### *La economía política de la reforma de una Ley de Quiebras.*

)Por qué un país habría de adoptar una determinada Ley de Quiebras? Una hipótesis tradicionalmente aceptada por la profesión consiste en asumir que los gobernantes intentan maximizar el bienestar de la sociedad; desde este punto de vista un país escogerá una Ley de Quiebras que satisfaga dicho criterio minimizando, por ejemplo, los costos sociales que la misma puede originar.

Al minimizarse los costos directos de la quiebra se ahorraría el costo de oportunidad de los recursos productivos innecesariamente empleados durante el proceso de concurso y liquidación, dado que los mismos podrían ser utilizados en actividades productivas alternativas. Por otra parte, de evitarse que empresas insolventes pero económicamente viables fuera del proceso de quiebra se transformen en no viables por transitar dicho proceso se evitaría una inadecuada reasignación de recursos productivos, la cual de verificarse habría de generar costos sociales representados por la reducción de los bienes y/o servicios factibles de ser consumidos por la sociedad. Similarmente, de atenuarse los costos ex-ante de la quiebra, ya sea mediante la reducción de la probabilidad que empresas insolventes y económicamente inviables sean reorganizadas, o bien que empresas insolventes pero económicamente viables sean liquidadas, se reducirían los costos sociales generados; en el primer caso, por permitirse la correcta reasignación de factores productivos hacia fines alternativos, en el segundo, por evitarse dicha reasignación cuando resulta inadecuada, o bien prematura en el caso de existir capital específico. Finalmente, de obtenerse la mayor exactitud posible en la valuación de la empresa, y la menor discrecionalidad en el tratamiento de los derechos de los acreedores, se reduciría el riesgo que los mismos enfrentan y por ende el costo del crédito.

Una Ley de Quiebras de una sola fase con participación irrestricta del mercado aparenta satisfacer este criterio de bienestar; sin embargo, este tipo de legislación no es usualmente adoptada. El resto de la sección se encuentra dedicado a estudiar la economía política del problema, con el objeto de hallar en la misma las razones de la usual no implementación de una legislación como la propuesta.

En dirección a dicho objetivo se utilizará una hipótesis alternativa generadora de la conducta del gobierno, la cual consiste en describir al mismo como un mecanismo utilizado por agentes racionales a los fines de obtener redistribución de ingresos; es en dicha redistribución en la cual se encuentra la esencia misma del comportamiento del gobierno y no en la corrección de las imperfecciones del mercado.

Desde este punto de vista no existe razón alguna para suponer que la Ley de Quiebras escogida será aquella que maximice el bienestar de la sociedad; más aún, la legislación propuesta no puede ser juzgada en términos de su optimalidad social, sino que debe ser considerada como un equilibrio dado que sumariza el resultado de la presión ejercida por los diversos grupos de interés afectados.

Un grupo de interés puede ser definido como una cierta porción de la sociedad caracterizada por tener un interés en común; definición que no impide a un miembro de un grupo tomar parte en muchos otros. Cualquier persona no tiene uno sino múltiples intereses, cuanto más compleja es su cultura mayor es el número de intereses que posee; en estos términos un grupo y la actividad que el mismo realiza son equivalentes. No existe un grupo sin su interés; un interés es el único motivo que justifica la existencia de un grupo. Cuando el interés común de los

miembros de un grupo declina, el grupo se vuelve débil y puede aún desaparecer. Los grupos de interés son el material básico para la comprensión del comportamiento del gobierno por ser los protagonistas del proceso de gobernar.

Este proceso es definido como la interrelación entre los grupos de interés; en estos términos ningún grupo tiene algún significado excepto en su relación con otros. Los grupos de interés están en constante actividad, presionando los unos a los otros, cooperando, compitiendo, formando alianzas ofensivas y defensivas, desintegrándose y desapareciendo, con nuevos grupos formándose en forma continua. Grupos políticamente poderosos dominan y por ende delimitan el estado existente de la sociedad; estado que bajo este marco conceptual debe ser considerado un equilibrio, dado que representa el resultado final de la presión ejercida por una multiplicidad de grupos de interés.

) Cuáles son los grupos de interés relevantes a los fines de evaluar la factibilidad política de la sanción de una legislación de quiebras de una sola fase como la propuesta? ) Cuáles de ellos podrían beneficiarse de una legislación de dos fases que no privilegie el rol jugado por el mercado y cuales de la propuesta alternativa sugerida?  
) Cuáles son las características de los distintos grupos que afectarían el éxito de su accionar?

Resulta posible imaginarse distintos grupos de interés eventualmente afectados por una reforma de la legislación como la sugerida; ejemplos de ellos los constituyen los acreedores, los deudores, el management de las empresas y los abogados especializados en el tipo de evento bajo estudio.

Los acreedores, en su rol de inversionistas, tienden a conformar portafolios de inversión bien diversificados; por lo tanto, el riesgo que una inversión específica ocasione pérdidas no presenta gran relevancia. En un momento dado la mayoría de las empresas son solventes; por lo tanto, existe una muy baja probabilidad que un número significativo de empresas que se encuentren en el portafolio de un determinado inversor caigan en insolvencia. Es decir que, a pesar que los inversores desearían disminuir los costos que les impone la Ley de Quiebras, cada inversor en particular no enfrenta gran riesgo y por ende no se justifica que invierta tiempo y/o dinero en transformar el sistema.

Asimétricamente, algunos de los grupos de interés beneficiados por una legislación de dos fases cuentan con intereses altamente concentrados y por ende se hallarían dispuestos a producir presión política a los fines de evitar un cambio en la dirección propuesta. Claro ejemplo de dichos grupos los constituyen el management de las empresas y los abogados especializados en este tipo de evento.

El management de las empresas cuenta con intereses muy poco diversificados, ya que de sancionarse un tipo de legislación inconveniente su carrera profesional podría sufrir un daño irreparable. La evidencia americana muestra que el management constituye un grupo de interés organizado y efectivo cuando sus intereses se hallan en juego; ejemplo de ello lo ilustra sus esfuerzos a favor de la sanción de distintas legislaciones a nivel estatal contra takeovers, los cuales de producirse podían poner en riesgo su estabilidad laboral. La sanción de una legislación como la sugerida diluiría el poder de negociación del management en mayor o menor grado, dependiendo del tratamiento que reciben bajo la legislación en vigencia. Por lo cual se justifica que realicen importantes esfuerzos a los fines de evitar un cambio de sistema que claramente les perjudicaría. La intensidad de los intereses del management ayuda a explicar la supervivencia del régimen de dos fases.

Por su parte, el cuerpo de abogados especializado en el proceso de quiebras cuenta con gran cantidad de capital humano invertido en el actual sistema y se beneficia necesariamente de la complejidad de dicho proceso. Por lo tanto, resulta razonable asumir que se habrá de oponer a cualquier cambio en el sistema que lo facilite y/o acelere, pues se vería afectado notablemente su dotación de capital humano, generándose importantes costos hundidos.

Esta clase de análisis permite racionalizar la perseverancia de un tipo de legislación ineficiente, a pesar de las ventajas desde un punto de vista social de su reforma. Cuanto más dispersos son los costos generados por una legislación y cuanto más concentrados se encuentran los beneficios, resulta más probable que la legislación sea

sancionada. Este hecho se basa en que los grupos de interés beneficiados contarán con fuertes incentivos para ejercer presión a los fines de obtener la sanción de dicha legislación y los perjudicados, si bien preferirían que la legislación no fuese sancionada, no encuentran incentivos suficientes para participar en su oposición, dado que los costos ocasionados por dicha participación superan los beneficios que habrían de obtener de no ser sancionada la misma.

Desde el momento que los costos provocados por la legislación de dos fases son muy dispersos, y los intereses de aquellos grupos beneficiados de evitarse un cambio como el aquí propuesto muy concentrados, es natural que la Ley de Quiebras subsista tal cual está.

) Es posible alterar este equilibrio? ) Resulta posible que una legislación como la sugerida se convierta en políticamente factible?

Cuanto mayor sea la difusión pública de los efectos económicos provocados por la legislaciones mayor será el costo en que deban incurrir los grupos de interés favorecidos por legislaciones socialmente ineficientes a los fines de lograr la sanción de las mismas; este hecho podría ocasionar que dichas legislaciones no sean adoptadas, o que una legislación como la sugerida sea considerada. Debe quedar en claro que este resultado, de ser alcanzado, surgiría como un equilibrio en el mercado político, donde la mayor difusión pública de los potenciales efectos de la legislación incrementaría el costo político de satisfacer la demanda por una legislación ineficiente. En síntesis, como bien señala James Buchanan,

"Si buscamos reformar la política económica debemos cambiar las reglas bajo las cuales actúan los agentes o representantes políticos. Los economistas, de una vez y por todas, deben cesar y desistir de proferir consejos a los inexistentes déspotas benevolentes."

## I.5. Referencias.

- Adler, Barry. "Financial and Political Theories of American Corporate Bankruptcy," *Stanford Law Review* 45, Enero 1993.
- Aghion, Philippe; Hart, Oliver y John Moore, "The Economics of Bankruptcy Reform," *Paper presentado en la NBER Conference*, Febrero 1992.
- Ames, Nancy. "An Evaluation of the U.S. Trustee Pilot Program for Bankruptcy Administration: Findings and Recommendations," *Consultants' Study for the U.S. Dept. of Justice*, 1983.
- Baird, Douglas. "The Uneasy Case for Corporate Reorganizations," *Journal of Legal Studies*, Enero 1986.
- "Revisiting Auctions in Chapter 11," *Journal of Law and Economics*, Abril 1993.
- Bebchuk, Lucian. "A New Method for Corporate Reorganization," *Unpublished Paper*, Harvard Law School, 1986.
- Becker, Gary. "A Theory of Competition Among Pressure Groups for Political Influence." *Quarterly Journal of Economics* XCVIII, no. 3, Agosto 1983.
- Bentley, Arthur. *The Process of Government*. Chicago: The University of Chicago Press, 1908.
- Buchanan, James. "Better than Plowing," *Quarterly Review* 159, Banca Nazionale del Lavoro, Diciembre de 1986.
- Fama, Eugene. *Foundations of Finance*, New York: Basic Books, 1976.
- Fama, Eugene y Merton Miller. *The Theory of Finance*, Dryden Press, 1972.
- Gray, Cheryl. "Legal Frameworks in Emerging Market Economies," *Unpublished Manuscript*, Noviembre 1992.
- Gray, Cheryl; Hanson, Rebecca; y Michael Heller. "Legal Reform for Hungary's Private Sector," *Working Paper*, WPS 983, Country Economics Department, The World Bank, Octubre 1992.
- Hax, Herbert. "Economic Aspects of Bankruptcy Law," *Journal of Institutional and Theoretical Economics* 141, 1985.
- Hoberman, Jeffrey. "Argentina's Proposed New Bankruptcy Law," *LRP Publications*, Junio 1994.
- Jackson, Thomas. *The Logic and Limits of Bankruptcy Law*, Harvard University Press, 1986.
- "Comment on Baird: Revisiting Auctions in Chapter 11," *Journal of Law and Economics*, Abril 1993.



- Meckling, William. "Financial Markets, Default, and Bankruptcy: The Role of the State," *Law and Contemporary Problems*, Otoño 1977.
- Olivera García, Ricardo y Beatriz Bugallo. *Estudio Económico del Régimen de Quiebras y Concordatos en el País*, Foro Seguridad Jurídica y Eficiencia Económica, Centro de Estudios de la Realidad Económica y Social (CERES), Montevideo, Noviembre 1993.
- Olson, Mancur. *The Logic of Collective Action*, 1965.
- Peltzman, Sam. "Towards a More General Theory of Regulation," *Journal of Law and Economics*, Agosto 1976.
- Posner, Robert. "Theories of Economic Regulation," *Bell Journal of Economics*, Otoño 1974.
- . *Economic Analysis of Law*, Cap. 14, Cuarta Edición, Little, Brown and Company, 1983.
- Roe, Mark. "Bankruptcy and Debt: A New Model for Corporate Reorganization," *Columbia Law Review* 83, 1983.
- Rojo, Pablo y Jeffrey Hoberman. "Introduction of a Special Bankruptcy Regime for Business Reorganization," *Special Report*, IERAL.
- Stigler, George. "The Economics of Regulation," *Bell Journal of Economics*, Primavera 1971.
- Tollison, Robert. "Chicago Political Economy," *Public Choice*, 1989.
- White, Michelle. "The Corporate Bankruptcy Decision," *Journal of Economic Perspectives*, Primavera 1989.
- . "Bankruptcy Liquidation and Reorganization," *Handbook of Modern Finance*, Chapter 35, Warren, Gorham & Lamont Editors, Boston, MA, 1984.
- . "Bankruptcy Costs and the New Bankruptcy Code," *Journal of Finance*, Mayo 1983.
- Zablotsky, Edgardo. *La Ley de Sufragio Universal, Secreto y Obligatorio. Su Efecto Sobre la Política Económica Argentina*, Centro Internacional para el Desarrollo Económico (ed.), Septiembre 1993.
- . El Proceso de Gobernar, CEMA, *Documento de Trabajo* 89, Marzo 1993.