

Reestructuración empresarial y financiamiento en el proceso concursal. Problemas y propuestas

Pedro de Elizalde*

Resumen

El presente artículo examina las problemáticas existentes en materia de reestructuración empresarial con especial foco en el financiamiento necesario para asegurar el éxito de muchas de estas reestructuraciones en el marco del proceso concursal argentino. Se describen y consideran tanto las principales y típicas fuentes de financiamiento prevalecientes en el mercado, así como las limitaciones a éstas establecidas por la normativa aplicable cuando una sociedad comienza a tener problemas de solvencia y/o se concursa. Luego, se analizan las estructuras de incentivos generadas por el régimen argentino de concursos y quiebras y sus efectos sobre las posibilidades de una compañía de reestructurarse exitosamente, especialmente en razón de las limitaciones establecidas por la normativa aplicable en materia de financiamiento.

Palabras clave: Reestructuración empresarial – proceso concursal – ley de concursos y quiebras – flujo de fondos – garantías – financiamiento – *debtor-in-possession financing*

Abstract

This paper examines the existing problems regarding the structuring of corporate reorganizations in Argentina, with a special focus on the financing that is many times indispensable to ensure the success of these restructurings within the Argentine legal framework. The article describes and considers the main and typical sources of financing prevailing in the market, as well as the limitations when a company becomes increasingly insolvent and/or files for bankruptcy or reorganization. Lastly, the incentive structures generated by the Argentine bankruptcy and reorganization regime and their effects on a company's prospects are examined, with especial regard for the limitations established by the regulations applicable to financing.

Key Words: Corporate restructuring – reorganization proceedings – bankruptcy law – cash flows – guarantees – collateral – financing – *debtor-in-possession financing*

* Pedro de Elizalde es abogado por la Universidad de San Andrés y Master in Law and Economics por la Universidad Torcuato Di Tella. Actualmente trabaja como asociado en servicios financieros.

Introducción

a. Consideraciones iniciales

La Ley N° 24.522 de Concursos y Quiebras (de ahora en más, LCQ) regula el procedimiento del concurso preventivo de sociedades insolventes, estableciendo los requisitos indispensables para la negociación del deudor con sus acreedores y el arribo a un “acuerdo preventivo” (arts. 41 y ss., LCQ). Dicho acuerdo consiste generalmente en una reestructuración de los pasivos de la sociedad a través de ciertas quitas, esperas y/o ajustes (Cámara, 2006). Sin embargo, la reestructuración constituye a menudo solo una parte de la solución que permitirá a la sociedad superar sus dificultades económicas. Consecuentemente, el acuerdo preventivo debe integrarse frecuentemente con la obtención de sumas significativas de capital que permitan a la sociedad continuar desarrollando su actividad comercial y/o reestructurar su negocio.

El financiamiento post-concursal (llamado comúnmente “*debtor-in-possession financing*” en el derecho comparado¹) puede resultar indispensable para que la sociedad cumpla con las obligaciones asumidas en el acuerdo. Para financiarse, las fuentes más usuales a las que recurre un deudor concursado son: (i) préstamos bancarios y/o no bancarios; (ii) contribuciones de los accionistas de la sociedad o de sociedades vinculadas (en caso en que la concursada forme parte de un “conjunto económico”); (iii) enajenación de activos; y (iv) financiación a través del mercado.

En caso en que el financiamiento provenga de un tercero no vinculado a la concursada, este normalmente querrá evaluar la estructura de negocios de la compañía y sus posibilidades de generar ganancias en el futuro, a fin de determinar si su inversión será rentable en el mediano-largo plazo. Es decir, a fin de que la sociedad concursada obtenga financiación externa, será indispensable que esta pueda demostrar la existencia –o al menos posibilidad– de generación de flujos de fondos (“*cash flow*”) suficientes para cumplir con las obligaciones asumidas al reestructurar sus pasivos. Adicionalmente, no es extraño que el tercero exija a la sociedad concursada la

¹ Véase, por ejemplo, Baird, D. & Rasmussen, R. (2003). Chapter 11 at Twilight. *Stanford Law Review*, 56(3), pp. 673-699.

constitución de ciertas garantías que aseguren privilegios en el cobro del crédito en una eventual situación de quiebra.

b. Reestructuración y financiamiento en Argentina

En Argentina, aun cuando la sociedad concursada cuente con una sólida estructura de negocios, las fuentes de financiamiento son limitadas. La ley no reconoce normalmente privilegios al financiamiento concedido en el marco de un concurso preventivo, lo que dificulta que el concursado obtenga sumas significativas de capital de terceros.

Los sujetos con mayor predisposición a otorgar financiamiento a una sociedad concursada son: (i) los actuales acreedores de la sociedad, que se verían perjudicados por la quiebra de esta y por tanto tienen un interés particular en que la compañía supere sus dificultades financieras; y (ii) los accionistas de la sociedad y/o sociedades vinculadas que forman parte del mismo conjunto económico (Araya, 2015).

Sin embargo, los acreedores existentes y las sociedades vinculadas corren altos riesgos al otorgar financiamiento. En virtud de ciertas regulaciones bancarias, las entidades financieras son reticentes a otorgar préstamos a deudores que no cuenten con una impecable calidad crediticia. El resto de los acreedores de la concursada son generalmente sus socios comerciales, ciertos acreedores laborales y la Administración Federal de Ingresos Públicos, ninguno de los cuales se encuentra habitualmente en condiciones de prestar sumas significativas de capital.

Respecto de las contribuciones de los accionistas y/o sociedades vinculadas, su cobro en un escenario de quiebra quedará probablemente subordinado al pago de los créditos del resto de los acreedores. Todo ello limita las posibilidades de las sociedades en concurso de superar sus dificultades económicas. La inexistencia de un régimen legal que incentive el financiamiento a sociedades que se encuentran o aproximan a la insolvencia dificulta que el deudor, junto con los terceros interesados (y sus actuales acreedores), pueda diseñar un esquema de reestructuración de pasivos y estructuración de financiamiento (probablemente condicionado al cumplimiento de ciertos *convenants* y al pago programático de parte de la deuda reestructurada) que permita a la sociedad evitar la quiebra.

c. Garantías en el proceso concursal

Como contraposición a la situación en Argentina, existen en el derecho comparado regímenes jurídicos que estimulan la financiación de sociedades con dificultades económicas. Particularmente, el régimen estadounidense contiene una regulación sumamente detallada² que otorga flexibilidad al concursado para constituir –previa autorización judicial– ciertas garantías a favor de aquellos créditos que tengan por objeto facilitar la reestructuración de su deuda.

Así, existe en Estados Unidos un mercado sumamente desarrollado de financiamiento post-concursal. Entidades financieras, acreedores y otros terceros prestan regularmente capital a sociedades que se aproximan o encuentran en estado de insolvencia ya que tienen la certeza de que, en un escenario de quiebra, cobrarán con preferencia a la mayoría de los acreedores.

Aun cuando la ley argentina no tiene un régimen específico de privilegios post-concursales, parecería posible, en virtud de la flexibilidad de la normativa concursal, constituir ciertas garantías al financiamiento post-concursal, similares a aquellas otorgadas en el marco del *debtor-in-possession financing* estadounidense.

Si bien existe escasa jurisprudencia y doctrina en la materia, la legislación vigente permite la constitución de garantías a través del requerimiento y obtención de autorización judicial (art. 16, LCQ). El otorgamiento de garantías post-concursales puede facilitar enormemente la obtención de financiamiento externo y el éxito de la reestructuración empresarial ya que constituye un incentivo a que terceros ajenos al concurso financien las actividades de la sociedad concursada.

En el capítulo siguiente, examinaremos: (i) la situación financiera en que pueden encontrarse las sociedades que ingresan al proceso concursal; (ii) las fuentes de financiamiento comúnmente utilizadas en las reestructuraciones empresariales y sus limitaciones en Argentina; y (iii) el régimen jurídico estadounidense de privilegios post-concursales, sus ventajas y diferencias con la normativa argentina.

***Cash flow* y estructura de capital del concursado**

² “Chapter 11”, U.S. Code, Estados Unidos, § 364.

Las razones por las cuales una sociedad puede entrar en estado de cesación de pagos y verse impedida de hacer frente al cumplimiento de sus obligaciones pueden resumirse en: (i) la existencia de un *cash flow* negativo que resulte en pérdidas continuas y significativas para la compañía; y (ii) ciertos desequilibrios en la situación patrimonial de la sociedad, vinculados a su estructura de capital³.

Si la compañía genera pérdidas y no existen perspectivas de revertir su situación, ello generalmente se debe a que la estructura del negocio ha dejado de ser rentable. Por un lado, la falta de rentabilidad puede deberse a razones vinculadas a la propia estructura de la compañía como el pobre desempeño del *management* o las ineficiencias operativas. Por otro lado, la causa también puede basarse en razones ajenas a ella como la mayor competitividad en el mercado y aumento de costos de producción.

No obstante, puede que la sociedad, aun cuando genere ganancias, no sea capaz de afrontar sus deudas y deba presentarse en concurso. Este es el caso de sociedades que toman deuda en exceso y/o se expanden agresivamente. Asimismo, es posible que, en virtud de alguna situación en particular (supuestos de fuerza mayor) la compañía pierda transitoriamente liquidez y se vea impedida de cumplir puntualmente con sus obligaciones.

En estos casos, la estructura del negocio puede ser sumamente rentable y sin embargo la sociedad puede encontrarse en una difícil situación económica. Estas compañías son ideales para una reestructuración a través del proceso concursal. Dado que la sociedad se encuentra al borde de la insolvencia por errores estratégicos (solucionables) o situaciones que le son ajenas (pero transitorias), una refinanciación de sus pasivos y obtención de financiamiento adicional podría permitir a la compañía recuperarse, evitando así la quiebra.

En cambio, la situación de aquellas sociedades con flujos de fondos negativos es distinta. Si bien deben distinguirse los casos en que la generación de pérdidas es transitoria o circunstancial (por ejemplo, *start-ups* que no han alcanzado aún su *break-even*) o se debe a razones inherentes a la estructura de la compañía que podrían

³ Véase López Tilli, A. (2010). *Financiamiento de la empresa*. Buenos Aires, Argentina: Astrea. “La estructura de capital de una sociedad es la combinación de los recursos propios y de los diversos títulos de deuda que puede emitir dicha compañía” (p. 54).

solucionarse (en los cuales sí es viable una reestructuración), muchas de ellas cuentan con una estructura de negocios que ha dejado de ser rentable en el mediano-largo plazo. Las pocas perspectivas de generación de ganancias sostenidas dificultarán la obtención de financiamiento y, por tanto, la probabilidad de superar su estado de insolvencia.

Fuentes de financiamiento post-concursal

a. Cuestiones preliminares

La Corte Suprema de Justicia de la Nación ha sostenido que “el procedimiento concursal [...] se refiere [...] a obligaciones de causa o título anterior a la presentación en concurso; consecuentemente, quedan fuera de dicho procedimiento las obligaciones asumidas con posterioridad a ello, las cuales, en su caso, serán motivo de reclamo por vía individual”⁴.

Los créditos post-concursales (cualquiera sea su causa u origen) están entonces, en principio, excluidos del fuero de atracción del concurso preventivo y su reclamo se realizará por vía individual.

Sin embargo, ya que el otorgamiento de sumas significativas de capital a una sociedad en concurso difícilmente pueda clasificarse como un acto del “giro ordinario” de la administración de dicha sociedad, el art. 16 LCQ exige que la compañía solicite autorización judicial para asegurar la “eficacia” de los actos a través de los cuales obtendrá el financiamiento (Rivera, Roitman y Vítolo, 2005).

Tal como señala Heredia (2000), el deudor deberá requerir autorización judicial, bajo pena de ineficacia de pleno derecho de sus actos (art. 17, LCQ). Los actos ineficaces serán válidos entre las partes, pero inoponibles a los acreedores del concursado. Esto dificultará el cobro del crédito, lo que hará sumamente improbable que un tercero otorgue financiamiento a una sociedad concursada si esta no ha obtenido previamente la correspondiente autorización judicial celebrar el acto.

b. Regulaciones bancarias

⁴ CSJN (1999), “Cioffi, Miguel Joaquín c/ Maspro S.A. s/despido”, *Fallos*: 322:201.

En virtud de ciertas restricciones establecidas por el Banco Central de la República Argentina (BCRA), las entidades financieras –ya sean acreedores existentes del concursado o terceros ajenos al concurso– son reticentes a otorgar financiamiento a sociedades que se aproximan a un estado de insolvencia y a aquellas que se encuentran en concurso preventivo.

La Comunicación “A” 2729 del BCRA clasifica los préstamos otorgados por estas en seis categorías (en función de la calidad crediticia del prestatario) y dispone que, si los préstamos son otorgados a deudores con “alto riesgo de insolvencia” (tercera categoría), la entidad financiera deberá “previsionar”⁵ el 50% del monto prestado (o el 25% en caso en que se constituyan garantías preferidas “A”⁶ para asegurar el crédito). Esto significa que, por cada préstamo otorgado a una sociedad en concurso, la entidad financiera deberá registrar como pérdida al menos el 25% o 50% del crédito otorgado y no podrá considerarlo como parte de su activo.

Por otro lado, la Comunicación “A” 3002 y sus modificatorias establecen que la capacidad de la entidad financiera de otorgar préstamos estará limitada por su “responsabilidad patrimonial computable” (RPC) (básicamente, su patrimonio neto, calculado como el valor neto de los activos de la entidad una vez deducidos sus pasivos exigibles y ajustado en función de cierta normativa del BCRA⁷) y la RPC de la prestataria.

A fin de otorgar un préstamo, el máximo prestable será, en principio, equivalente al 100% de la RPC de la prestataria. Sin embargo, la entidad financiera podrá prestar un 200% adicional (300% total) en caso en que ello no supere el 2,5% de su propia RPC. Es decir, cuanto mayor sea la RPC del banco, más probable será que este pueda otorgar un préstamo equivalente al 300% y no al 100% del RPC de la prestataria.

⁵ Véase Roitman, H. (2006). *Ley de Sociedades Comerciales*. Buenos Aires, Argentina: La Ley. “Una previsión es aquella partida del pasivo que [...] representa importes estimados para hacer frente a situaciones contingentes que probablemente originen obligaciones para el ente” (p. 65).

⁶ Las garantías preferidas “A” consisten en la cesión o caución de derechos respecto de documentos de cualquier naturaleza que aseguren que la entidad podrá disponer de los fondos en concepto de cancelación de la obligación contraída por el cliente sin necesidad de requerir previamente el pago al deudor. Véase BCRA (1999). *Comunicación “A” 2932* (y sus modificatorias).

⁷ Véase BCRA (1998). *Comunicación “A” 2740* (y sus modificatorias).

A fines de calcular el RPC de las entidades financieras, el BCRA permite que ciertas provisiones originadas en créditos concedidos por estas no sean computadas como pasivos, sino “revertidas” y computadas como parte del activo, al fin específico de calcular el RPC. Esto permite aumentar el valor total del RPC del banco y por tanto aumentar su capacidad para otorgar préstamos.

Sin embargo, la normativa también dispone que solo podrá “revertirse” y contabilizarse como activo el monto provisionado si el préstamo otorgado se encuentra en "situación normal" (primera categoría de la clasificación) y/o si se encuentra garantizado con garantías preferidas “A” sin superar el 1,25% de los activos ponderados por riesgo de crédito. Es decir, las provisiones efectuadas respecto de aquellos préstamos con algún inconveniente o que se encuentren en situaciones próximas a la incobrabilidad (como es el caso de los préstamos otorgados a sociedades concursadas) no podrán ser computadas como parte del activo a fin de determinar el RPC.

Como consecuencia de ello, las entidades financieras tienen grandes incentivos para otorgar financiamiento a deudores que puedan asegurar su solvencia, ya que esto les permitirá mantener un RPC alto. Cuando más alto sea el RPC de un banco, mayor será su capacidad de préstamo.

c. Contribuciones de partes relacionadas. Conjuntos económicos. Accionistas de la sociedad

El art. 65 de la LCQ dispone que “cuando dos o más personas físicas o jurídicas integren en forma permanente un conjunto económico, pueden solicitar en conjunto su concurso preventivo”.

Ante la insolvencia de una de las sociedades del grupo, este podrá optar entonces entre: (i) participar activamente de la reestructuración de dicha sociedad, presentándose en concurso conjuntamente con esta como agrupamiento o contribuyendo económicamente para que la sociedad supere sus dificultades financieras; o (ii) dejar que dicha sociedad resuelva sus problemas de forma independiente (o no lo haga, en cuyo caso se declarará la quiebra).

Las sociedades insolventes que integran el grupo (ya sea que participen en el concurso individualmente o como agrupamiento), encuentran en las contribuciones de sociedades relacionadas, sean estas controlantes, afiliadas o controladas del concursado, una de las formas más usuales de financiación post-concursal.

Las contribuciones de sociedades vinculadas suelen estructurarse a través de: (i) aumentos de capital; (ii) “aportes irrevocables a cuenta de futuras suscripciones”; y/o (iii) préstamos “intra-grupales”.

i. Aumentos de capital

Los aumentos de capital suscritos por los accionistas de la sociedad concursada (ya sea que formen o no parte de un conjunto económico) son una fuente habitual de financiamiento post-concursal.

Estos permiten obtener sumas significativas de capital sin necesidad de recurrir a financiación externa, la cual probablemente sería otorgada a tasas de interés particularmente altas en razón de la situación financiera del concursado.

Sin embargo, no es extraño que surjan conflictos (especialmente en aquellos casos en que el grupo o accionista integra la sociedad concursada con un socio externo) en el seno de la sociedad, en donde los socios discutirán las mejores formas de estructurar la reorganización concursal.

Si uno de ellos pretende realizar un aumento de capital, en tanto el otro u otros favorecen otro tipo de financiamiento, una emisión de acciones podría fácilmente devenir en un conflicto societario, en razón de la licuación que causaría sobre los socios que no suscribieran el aumento.

Por tanto, si bien el financiamiento a través de aumentos de capital es una herramienta sumamente útil (siempre que el grupo o algún accionista estén dispuestos a suscribirlos e integrarlos), existen ciertos escenarios en donde podría dificultar aún más la reestructuración de la sociedad concursada.

Asimismo, en una eventual situación de quiebra, la suscripción de un aumento no otorgará a los accionistas derecho alguno sobre el activo de la sociedad, sino hasta después que se haya pagado totalmente a los acreedores y los gastos del proceso.

ii. Aportes irrevocables

Cabanellas explica que los “aportes irrevocables a cuenta de futuras suscripciones” son aquellos que ingresan al activo de la sociedad no con carácter de crédito, sino como una contribución en el que el ingreso al activo tiene como elemento correlativo al aumento del patrimonio neto de la compañía y no su endeudamiento. Asimismo, es indispensable que estos sean realizados a cuenta de un futuro aumento de capital y utilizados para la suscripción del mismo (Cabanellas, 2013).

Esta figura carece de soporte normativo y ha sido únicamente regulada por la Inspección General de Justicia⁸, la cual ha determinado que cualquier aporte irrevocable realizado a cuenta de futuras suscripciones se encontrará subordinado –en caso de insolvencia– al pasivo existente al momento de realizar la contribución. Asimismo, la sociedad concursada tendrá 180 días, contados desde la aceptación del aporte por su directorio, para que la asamblea decida que hará con este. En caso de no capitalizarlo en el plazo establecido, la contribución será considerada un préstamo cuyo pago estará subordinado al cumplimiento de las obligaciones de la compañía con el resto de sus acreedores.

Si bien los aportes irrevocables pueden resultar útiles para la obtención de financiamiento post-concursal, encuentran las mismas limitaciones que los aumentos de capital. La necesaria subordinación del aporte al resto del pasivo concursal hace improbable que el controlante que ha realizado el aporte recupere su inversión si la sociedad no logra revertir su situación. Por lo tanto, aquel que contribuya a una sociedad concursada a través de la figura de los aportes irrevocables deberá evaluar los riesgos que podrían surgir en un escenario de quiebra.

⁸ Inspección General de Justicia [IGJ] (2015). *Resolución General 7/2015. Normas de la Inspección General de Justicia*, Sección Quinta, art. 96.

iii. Préstamos “intra-grupales”

Manóvil señala que “la cabeza del grupo a menudo funciona como administrador de una especie de banco interno del grupo, como tesorería única, donde, indiferenciadamente, cualquier sociedad integrante del mismo es obligada a aportar su liquidez”. Sin embargo, “el sujeto dominante no puede pura y simplemente retirar sumas de la caja de ciertas sociedades para afectarlas a las necesidades de otras [...] por ello, le será necesario recurrir al recurso del contrato” (Manóvil, 1998, pp. 596-597).

Los llamados préstamos “intra-grupales” (préstamos otorgados por sociedades vinculadas) pueden ser autorizados por el juez concursal de la misma forma en que este autoriza cualquier otro tipo de financiamiento post-concursal (art. 16, LCQ).

Sin embargo, estos difícilmente serán admitidos bajo una calificación distinta a “endeudamiento subordinado” y por tanto la sociedad prestamista cobrará su crédito –en caso de quiebra– únicamente una vez se hayan satisfecho los créditos del resto de los acreedores.

Tal como lo estableció el fallo “Díaz y Quirini S. A.”⁹, los préstamos otorgados por un conjunto económico y/o los accionistas de la sociedad –al igual que los aumentos de capital y los aportes irrevocables– financian un “emprendimiento empresario propio” y por tanto, en caso de fracasar, “deben ser colocados, en orden al cobro, después que los acreedores verificados”.

En suma, el conjunto económico (o en su defecto, los accionistas de la sociedad) deberá considerar que, cualquiera sea la forma bajo la cual contribuya a la sociedad concursada, será improbable recuperar su contribución en caso en que esta no logre superar finalmente sus dificultades económicas.

d. Enajenación de activos

⁹ Cámara Nacional de Apelaciones en lo Comercial [CNCom – Sala C] (2012). “Díaz y Quirini SA s/ Concurso Preventivo s/ Incidente de Revisión (Promovido por Quirini, Agosto)”, IJ-LXV-621.

La enajenación de activos es una de las formas más simples de obtener sumas significativas de capital para facilitar una reestructuración empresarial. El adquirente del bien no necesita evaluar la estructura de negocios de la compañía, sino que es suficiente con que realice algún tipo de *due dilligence* sobre el activo adquirido para determinar su valor y las posibles contingencias.

Incluso, el concursado podría requerir autorización judicial para que la enajenación fuera realizada libre de todo gravamen y pasivo o limitada a ciertas contingencias asumidas expresamente en el acuerdo de compraventa¹⁰.

Las ventajas de la enajenación de activos como forma de financiar una reestructuración son evidentes. El concursado obtendrá rápidamente fondos líquidos para desarrollar su actividad comercial y/o reformar la estructura de su negocio y el adquirente obtendrá bienes a precios que difícilmente conseguiría en otras situaciones.

Sin embargo, aun cuando la financiación a través de la enajenación de activos tiene numerosas ventajas, esta se encuentra limitada a la venta de aquellos bienes que no son indispensables para el desarrollo de las actividades de la sociedad. La concursada difícilmente podrá superar sus dificultades económicas y restablecerse en el mercado si enajena aquellos activos esenciales para desarrollar su actividad comercial.

El caso “Formatos Eficientes SA” resulta sumamente ilustrativo. En esta sentencia, el juez autorizó (a través del art. 16, LCQ) la enajenación de la mayor parte de los activos de las concursadas (una cadena de supermercados del interior del país) a Inc. S.A. (Carrefour), sociedad que se comprometió a su vez a asumir ciertos pasivos del concurso.

Aun cuando la venta de los activos permitió la continuación de la actividad productiva a manos de terceros, las concursadas debieron declarar su quiebra el año siguiente, ya que la enajenación de sus activos más importantes impidió que continuaran desarrollando actividades comerciales.

¹⁰ Juzgado Nacional de Primera Instancia en lo Comercial N° 22 [Sec. N° 44] (2012), “Formatos Eficientes SA y Comercios Rioplatenses SA s/ Concurso Preventivo”, Expediente N° 054803.

Si bien podría argumentarse que en “Formatos Eficientes SA” las sociedades se encontraban en un estado tal que la superación de sus dificultades financieras era imposible y la compraventa era la mejor forma de asegurar la continuación de la actividad productiva, el caso sí permite entrever que la enajenación de los activos esenciales de una sociedad concursada es generalmente incompatible con el éxito de su reestructuración.

En suma, aun cuando la enajenación de activos puede ser una gran herramienta para la obtención de sumas significativas de capital, esta: (a) se encontrará normalmente limitada a la venta de activos no esenciales para el desarrollo de la actividad de la sociedad; y (b) generalmente deberá complementarse con otras formas de financiación post-concursal.

a. Financiación a través del mercado

i. Oferta pública de valores negociables

La Ley de Mercado de Capitales define el término “oferta pública” como la “invitación que se hace a personas en general o a sectores o a grupos determinados para realizar cualquier acto jurídico con valores negociables, [...] por medio de ofrecimientos personales, publicaciones periodísticas, [...] o cualquier otro procedimiento de difusión”¹¹.

Cualquier sociedad puede, en principio, obtener financiamiento a través de la oferta pública de valores negociables en el mercado de capitales. Las sumas obtenidas suelen ser utilizadas, entre otros, para inversiones en activos, proyectos a mediano o largo plazo, la integración de capital de trabajo o incluso para la refinanciación o cancelación de ciertos pasivos¹².

Al ingresar al régimen de oferta pública, la compañía puede elegir entre el ofrecimiento de títulos de deuda (obligaciones negociables) o la cotización de parte de su capital social (emisión de acciones). La elección entre uno u otro (o eventualmente la oferta de

¹¹ Ley N° 26831 de Mercado de Capitales, *B. O.* del 28/12/2012, art. 2.

¹² Ley N° 23576 de Obligaciones Negociables, *B. O.* del 27/07/1988, art. 36, inc. 2.

ambos) dependerá de una decisión estratégica de la compañía en función de su plan de negocios y su estructura de capital.

Como señalan Villegas y Villegas (1992), la obtención de sumas significativas de dinero a través de la emisión de títulos de deuda en el mercado financiero permitirá a la sociedad reducir los costos y riesgos de otorgamiento del crédito, endeudándose así a una tasa de interés inferior a la que podría acceder a través de préstamos de entidades financieras. Por el contrario, la oferta pública de parte de sus acciones no implicará tomar deuda, sino la incorporación del público inversor como socio en la compañía.

ii. Reestructuración y calificación crediticia

En Argentina, el acceso y utilización del mercado de capitales en el proceso concursal se ha limitado históricamente a la realización de ofertas de canje a los acreedores del concurso (principalmente ofreciendo la capitalización de sus créditos) y a la enmienda de los términos y condiciones de títulos de deuda existentes. Es inusual la oferta de nuevos valores negociables como fuente de financiamiento para facilitar una reestructuración empresarial.

La principal razón de ello es que el concursado se encuentra frente a un importante problema al ofrecer nuevos valores negociables al público inversor: la “calificación de riesgo” de la emisión.

Una “calificación de riesgo” es, según Standard & Poors Rating Services, una “opinión prospectiva sobre la calidad crediticia de un deudor respecto a una obligación financiera específica, una clase u obligaciones financieras específicas, o un programa financiero específico”¹³. Estas son emitidas por “calificadoras de riesgo” debidamente autorizadas por la Comisión Nacional de Valores y utilizadas por el público inversor para elegir entre aquellos valores negociables en que invertirán su capital.

¹³ Standard & Poors Rating Services (abril, 2018). “Calificaciones crediticias para propósitos generales”, §5. En *Definiciones de Calificaciones de S&P Global Ratings*. Recuperado de: https://www.standardandpoors.com/es_LA/delegate/getPDF?articleId=2057909&type=COMMENTS&subType=RATING%20DEFINITION el 23 de junio de 2018.

Las calificaciones crediticias se basan en el análisis de: (i) la probabilidad de pago (capacidad y voluntad del emisor de cumplir con sus compromisos financieros); (ii) la naturaleza, disposiciones y condiciones de la emisión; y (iii) la protección de la obligación en caso de quiebra, reorganización u otros acuerdos.

La capacidad de repago de una compañía será inferior cuanto menor sea su solvencia, situación que se agrava si la sociedad se encuentra en un concurso que dificulta la obtención de una buena calificación de riesgo.

Si bien la nueva Ley de Mercado de Capitales eliminó la obligatoriedad de la calificación crediticia para la oferta pública de valores negociables, una mala calificación o la inexistencia de esta dificultará la colocación de los títulos emitidos entre el público inversor. Aquellos terceros ajenos al concurso tendrán pocos incentivos para invertir en una compañía que ha incumplido con sus obligaciones actuales y que no puede probar una alta probabilidad de cumplimiento de aquellas que asume con la emisión.

Más aún, el marco normativo que regula las inversiones que puede realizar la Administración Nacional de la Seguridad Social (ANSeS, uno de los principales inversores institucionales del mercado financiero) a través del Sistema Integrado Previsional Argentino y el Fondo de Garantía de Sustentabilidad, exige la existencia de una calificación de riesgo como condición esencial para que dicho organismo pueda invertir en valores negociables ofrecidos en el mercado¹⁴.

En definitiva, una mala calificación crediticia o la inexistencia de ella dificultarán la colocación exitosa de los valores negociables emitidos, ya que el público inversor será renuente a invertir en títulos con poca probabilidad de repago y uno de los principales inversores institucionales del mercado tendrá prohibido por ley invertir en ellos. Como resultado de ello, la obtención de financiamiento post-concursal a través del mercado de capitales argentino ha sido históricamente muy limitado.

Garantías post-concursales

a. Argentina. El artículo 16 de la LCQ

¹⁴ Ley N° 24.241 de Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones, *B. O.* del 18/10/1993, art.79.

El régimen jurídico argentino no reconoce privilegios especiales a los préstamos o contribuciones de terceros en el proceso concursal. Sin embargo, el art. 16 de la LCQ sí permite la constitución de ciertas garantías, condicionadas a la previa autorización del juez del concurso.

Si bien ha habido escasa utilización de esta norma en materia de garantías post-concursales, el art. 16 considera incluidos entre los actos sujetos a autorización judicial a aquellos “relacionados con bienes registrables [...] los de emisión de obligaciones negociables con garantía especial o flotante; los de constitución de prenda y los que excedan de la administración ordinaria de su giro comercial”.

Recientemente, en “Industrias Alimenticias Mendoza S.A. (IAMSA) – concurso preventivo s/ incidente transitorio”, IAMSA solicitó una autorización para la suscripción y otorgamiento de garantías en el marco de un préstamo por \$ 150.000.000 con el Fondo para el Desarrollo Económico Argentino (FONDEAR) a ser pagado en un plazo de 36 meses.

En el caso, el juez estimó que “el financiamiento requerido con el objeto de orientarlo a producir capital de trabajo parece beneficioso para la actividad de la empresa, en tanto posibilitará destinarlo a la producción, lo que generará mayor actividad comercial en el plan de negocios que se ha propuesto” y consideró “la conveniencia de la operación, incluso con las garantías pretendidas”¹⁵.

Si bien el tribunal destacó que IAMSA había logrado homologar recientemente un acuerdo preventivo y por ello el caso no ameritaba evaluar el pedido con la “rigurosidad y estrictez” típicas del art. 16, el juez sí dejó entrever que, aun ante la falta de homologación del acuerdo, la autorización a la sociedad a través de dicho artículo hubiese sido posible, aunque sometida a mayores controles.

Así como la autorización del art. 16 puede utilizarse para el otorgamiento de préstamos, esta también puede facilitar la financiación a través del mercado de capitales. La constitución de garantías post-concursales en la emisión de títulos de deuda permite obtener mejores calificaciones de riesgo para los valores negociables ofrecidos por las

¹⁵ Juzgado Nacional de Primera Instancia en lo Comercial N° 1 [Sec. N° 2]. “Industrias Alimenticias Mendoza S.A. – Concurso Preventivo s/ Incidente Transitorio”, C.I.J. N° 41229/2010.

concuradas, ya que –como indica Standard & Poors– uno de los principales factores evaluados en la calificación crediticia es la protección de la obligación en caso de quiebra.

En suma, aun cuando el art. 16 no regule detalladamente los supuestos en que puede otorgarse financiamiento post-concursal y constituirse garantías sobre los activos del concursado, este sí permite al juez autorizar la celebración de este tipo de transacciones siempre que pueda demostrarse que servirán a la sociedad para revertir su situación económica y continuar su actividad comercial.

b. Estados Unidos. “Chapter 11”

A diferencia del régimen jurídico argentino, el “Chapter 11” del *U.S. Code* que describe los escenarios bajo los cuales un deudor insolvente puede otorgar privilegios o constituir garantías post-concursales en Estados Unidos a favor de aquellos que le prestan sumas significativas de capital.

Dicha norma permite al concursado otorgar privilegios clasificados como “gastos administrativos” (“*administrative expenses*”, similares a los “gastos de conservación y justicia” del art. 240 LCQ) a cualquier crédito post-concursal, sin necesitar autorización judicial, siempre que este sea realizado en el giro ordinario de la administración de la sociedad.

Asimismo, si fuese necesaria la obtención de sumas significativas de capital, el concursado puede solicitar autorización judicial para que las sumas prestadas sean calificadas como gastos administrativos.

En caso en que la calificación del financiamiento como “gasto administrativo” no fuese suficiente para incentivar a terceros a que otorguen financiamiento post-concursal, el juez podrá conceder a cualquier crédito otorgado tres tipos distintos de privilegios: (i) privilegios por sobre los gastos administrativos del concurso; (ii) la constitución de garantías reales de primer grado sobre bienes del deudor que no se aun encontraren gravados; o (iii) la constitución de garantías reales de segundo grado sobre bienes que ya estuvieren gravados con garantías de primer grado.

Finalmente, si lo establecido anteriormente fuese insuficiente para obtener financiamiento, el juez podrá autorizar la constitución de garantías reales de primer grado sobre bienes que ya estuvieren gravados. Sin embargo, estas únicamente podrán autorizarse si: (i) el deudor no pudiese obtener financiamiento de ninguna otra manera; y (ii) se asegura el cobro mediante adecuados mecanismos de protección del acreedor sobre cuya garantía se está constituyendo una garantía de grado superior.

La flexibilidad de *Chapter 11* permitió el desarrollo en Estados Unidos de un gran mercado de financiamiento post-concursal que ha dado lugar a las más variadas reorganizaciones empresariales.

Los casos paradigmáticos de reestructuración son Chrysler y General Motors, dos de las compañías automovilísticas más grandes del mundo. En 2009, estas sociedades reestructuraron sus deudas de más de veintitrés mil millones de dólares y noventa y cuatro mil millones de dólares, respectivamente. El proceso concursal incluyó la obtención de *debtor-in-possession financing* por montos de más de cinco mil millones de dólares y treinta y tres mil millones de dólares, respectivamente, de los gobiernos de Estados Unidos y Canadá¹⁶.

El financiamiento post-concursal fue decisivo para el éxito de ambas reestructuraciones. No solo permitió a las sociedades continuar con sus actividades comerciales cotidianas, sino que facilitó la implementación de un plan de reorganización del negocio que permitió que estas pudieran generar nuevamente un *cash flow* positivo. Los gobiernos estadounidense y canadiense únicamente accedieron a otorgar dichos préstamos bajo la condición de que estos se encontrasen garantizados con sustancialmente todos los activos de las concursadas.

Aun cuando ambos procesos fueron controversiales en razón de ciertas modificaciones que se realizaron a los privilegios de algunos acreedores concursales (si bien las reorganizaciones fueron apeladas y dichas apelaciones rechazadas), los casos evidencian lo indispensable de un régimen concursal sumamente flexible respecto a la obtención de

¹⁶ Véase Roe M. & Skeel, D. (2010). Assessing the Chrysler Bankruptcy. *Michigan Law Review*, 108(5), pp. 727-771.

financiamiento y otorgamiento de garantías para asegurar el éxito de las reestructuraciones empresariales.

Consideraciones finales

Como forma de protección del crédito, las garantías post-concursales son indispensables para incentivar a terceros ajenos a un concurso a que financien la reorganización de sociedades insolventes que cuentan con estructuras de negocio viables y/o *cash flow* positivos.

El art. 16 de la LCQ puede ser una herramienta sumamente útil para la incorporación de garantías al financiamiento concedido en el marco del concurso y la superación de las limitaciones existentes actualmente en Argentina, particularmente en lo que hace al otorgamiento de préstamos y la financiación a través del mercado de capitales.

La inexistencia de un mercado desarrollado de financiamiento post-concursal y la escasa utilización de garantías para proteger dicho financiamiento no parecen surgir entonces de una prohibición normativa expresa o tácita, sino más bien del poco uso que se le ha dado al art. 16 en este ámbito.

Ello puede explicarse –al menos parcialmente– por la poca elaboración que hace la norma en materia de constitución de garantías. A diferencia del régimen estadounidense, el cual contiene reglas específicas para las distintas situaciones en que puede encontrarse el concursado, el art. 16 funciona como un “*catch all*” que describe concisamente y sin extenderse todos los actos que la concursada podrá realizar con autorización judicial.

De esta forma, la interpretación de la norma queda librada al exclusivo criterio de los tribunales argentinos, los cuales suelen ser renuentes a autorizar transacciones de gran envergadura cuando existen pocos precedentes.

De la misma manera, las partes intervinientes en el concurso no siempre están dispuestas a experimentar con nuevas formas de instrumentación del crédito, especialmente cuando no existe un mercado desarrollado para el otorgamiento de préstamos o cotización de valores negociables de sociedades insolventes.

En suma, las sociedades concursadas que busquen financiar su reestructuración pueden utilizar el art. 16 para constituir de garantías a favor de aquel que las financie, siempre

que demuestren que el financiamiento servirá a la sociedad para superar sus dificultades económicas y continuar con su actividad comercial. Sin embargo, la escasa experiencia en el uso de la normativa concursal y el poco desarrollo del mercado en este ámbito ha causado que la LCQ no haya sido utilizada con frecuencia para este tipo de transacciones.

En definitiva, una reforma de la norma y la inclusión de supuestos específicos de financiamiento y constitución de garantías podría incentivar a terceros a otorgar financiamiento post-concursal y permitir que un mayor número de compañías pueda superar su estado de insolvencia.

Bibliografía citada

- Araya, T. (2015). Argentine Chapter. En Baer, G & O'Flynn, K., *Financing Company Group Restructurings*. Oxford, Reino Unido: Oxford University Press.
- Cámara, H. (2006). *El Concurso Preventivo y la Quiebra*, Buenos Aires, Argentina: Lexis Nexis.
- Rivera, J.; Roitman, H. y Vítolo, D. (2005). *Ley de Concursos y Quiebras*. Buenos Aires, Argentina: Rubinzal Culzoni.
- Heredia, P. (2000). *Tratado Exegético de Derecho Concursal*. Buenos Aires, Argentina: Ábaco de Rodolfo Depalma.
- Cabanellas, G. (2013). Los aportes irrevocables a cuenta de futuras suscripciones. *Revista del Derecho Comercial y de las Obligaciones* (261).
- Manóvil, R. (1998). *Grupos de Sociedades en el Derecho Comparado*. Buenos Aires, Argentina: Abeledo-Perrot.
- Villegas, C. G. y Villegas, C. M. (1992). *Régimen de Obligaciones Negociables*. Buenos Aires, Argentina: Astrea.