



**Superintendencia
de Sociedades**

2013

**FACTORES DE ÉXITO O FRACASO EN LA
APLICACIÓN DE LA LEY 550 DE 1999
ESTUDIO**

SUPERINTENDENCIA DE SOCIEDADES
Delegatura Asuntos Económicos y Contables
Grupo de Estudios Económicos y Financieros

Bogotá D.C.
2013

FACTORES DE ÉXITO O FRACASO EN LA APLICACIÓN DE LA LEY 550 DE 1999

RESUMEN

Este artículo busca evaluar algunos de los principales factores de éxito y fracaso del mecanismo de recuperación empresarial introducido en la Ley 550 de 1999, usando información de 133 expedientes de acuerdos de restructuración, estados financieros de 546 sociedades nominadas por la Superintendencia de sociedades, información de procesos verbal sumario de 203 sociedades donde se presentaron impugnaciones al acuerdo, revisión de la literatura, y reuniones o entrevistas con ponentes y promotores. Es importante aclarar que las sociedades analizadas ya habían terminado el proceso al 31 de Octubre del 2012, fecha que se determinó como corte para el estudio.

Dentro de las principales conclusiones se muestra como la Ley 550 de 1999 en comparación con el concordato, flexibilizó el sistema de quiebras colombiano al hacer el proceso de restructuración más ágil, y forzar a las empresas a mejorar su contabilidad, pues en algunos casos no se llevaban conforme a la ley o se encontraban rezagadas. También se detectó que la ley no definió explícitamente una medición de la condición de eficiencia post acuerdo, alargando el tiempo de liquidación de algunas empresas económicamente ineficientes.

Si bien la Ley 550 fue una solución coyuntural a una crisis económica, este artículo busca resaltar como, en general, una ley de quiebra debe centrarse en la mejora de los procedimientos pre y post acuerdo, de tal forma que la aceptación y seguimiento de la empresa en su proceso, se realice no sólo desde el ámbito jurídico, sino también a partir de una análisis de las proyecciones financieras y los planes de acción.

Adicionalmente, la falta de información no financiera sistematizada, evidencia la necesidad de establecer mecanismos de monitoreo y sistematización de la información, que permita mejores análisis y conclusiones sobre el impacto de una reforma o rediseño de algún tipo de ley, tal como lo define la metodología de análisis de impacto regulatorio (RIA) utilizada en varios países de la OCDE.

INTRODUCCIÓN

En 1999, Colombia afrontó la peor crisis económica del siglo XX, viendo reducido su producto interno bruto en 4,3% en referencia al año 1998, su tasa de desempleo pasó de un 12% en 1997, a un 20% en 1999, y sus principales aliados económicos Venezuela y Ecuador también se encontraban en crisis económica¹. Debido a esta crisis generalizada, los mecanismos concursales ya existentes, resultaban ineficientes e inadecuados, generando la necesidad de adoptar un nuevo mecanismo de recuperación empresarial. Como exponen Giné y Love (2006), esta ley, conocida como la Ley 550 simplificó el proceso de reorganización mediante el establecimiento de plazos legales cortos para los planes de reorganización, y requiriendo liquidación obligatoria en caso de fracaso en las negociaciones.

De hecho, comparando la Ley 550, con su antecesor, la Ley 222 o concordato, se observó que entre el año 2000 hasta la mitad del 2006, fueron aceptadas 1.198 empresas, de las cuales 952 celebraron acuerdo, es decir el 79.46%. Mientras que de las 199 sociedades admitidas en concordato en 1999, último año de dicha ley, tan sólo celebraron acuerdo 12 empresas durante el año 1999.

Los factores de éxito de cualquier reforma de este estilo dependen de su diseño y contexto en donde estos nuevos códigos se desarrollan (Claessens et al. (2001), Franks y Loranth (2005), Hart (2000), y Banco Mundial (2004, 2005 y 2006)). Sin embargo, todos los países buscan siempre mejorar la eficiencia de sus sistemas de insolvencia, manteniendo un balance adecuado entre el fomento a la reorganización de sociedades económicamente viables, y la liquidación de las no viables (White (1989)).

Por lo tanto, el propósito de este artículo es evaluar los principales factores de éxito y fracaso del mecanismo de recuperación empresarial introducido por la Ley 550 de 1999, en aras a identificar elementos a tener en cuenta para futuros ajustes o modificaciones a leyes de insolvencia.

¹ Leer Uribe y Vargas (2002) o Urrutia y Zárate (2001) para detalles sobre las causas y magnitud de la crisis a finales de los años 90s.

Antes de iniciar el levantamiento de información y su posterior análisis se plantearon las siguientes preguntas: ¿Cómo afectan el desarrollo del acuerdo, el cumplimiento o no de los requisitos de entrada al marco? ¿Cómo afecta la ejecución del acuerdo el activismo procesal asociado a las impugnaciones en la determinación de los derechos de voto o las condiciones mismas del acuerdo? ¿Cuál es el efecto, en el desarrollo del acuerdo, del peso relativo de los diferentes tipos de acreedores en el proceso de votación y en la composición del comité de vigilancia? Y por último, ¿cómo fue el proceso de recuperación o no de las sociedades que finalmente terminaron de forma exitosa el acuerdo?

Para responder a las anteriores preguntas, vamos a utilizar la siguiente información de la Superintendencia de Sociedades. Primero, la información financiera sistematizada de las sociedades. Segundo, las variables no financieras y no sistematizadas de los acuerdos de reestructuración, registrada en los expedientes, como por ejemplo, valoración de votos, composición del comité de vigilancia, entre otras². Tercero, información de proceso verbal sumario que por iniciativa de funcionarios del Grupo de Procesos Paralelos a la Insolvencia, se encuentra sistematizada. Todo esto como un esfuerzo de centralización de la información relacionada con el desarrollo de esos acuerdos para poder realizar el estudio.

Antes de entrar directamente al análisis de la información de la Superintendencia de Sociedades, este artículo hace una descripción de la muestra total de empresas que entraron en acuerdos de reestructuración, independientemente del nominador, para resaltar el riesgo económico del número de empleos involucrados y de la cantidad de activos invertidos en estas empresas.

El resto del documento está organizado de la siguiente forma: La sección II describe características de la información consolidada en la Superintendencia de Sociedades y utilizada en el presente estudio, la sección III expone el análisis de los factores de éxito y fracaso estudiados para la Ley 550, la sección IV análisis el desempeño financiero de las empresas una vez cumplido de forma exitosa el acuerdo (no terminaron liquidadas) y finalmente la sección V presenta las conclusiones más relevantes.

² Dicha información no se encuentra sistematizada, sin embargo, para finales del 2013 se contara con la anterior información digitalizada



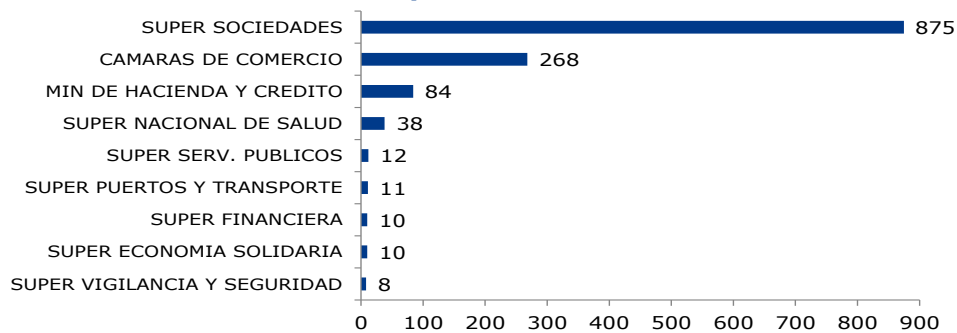
Superintendencia
de Sociedades

I. ACTIVOS EN RIESGO DE LAS EMPRESAS EN REESTRUCTURACION.

Para el periodo analizado del 31 de Diciembre del año 1999 al 31 de Octubre del año 2012, el número de empleos en riesgo involucrados en las empresas en reestructuración representó cerca del 3% del promedio anual del personal vinculado a la producción según la encuesta anual manufacturera. El éxito o fracaso de estos acuerdos, puede marcar diferencia sustancial en uno de los "activos" principales de las empresas: Los empleos directos e indirectos relacionados.

El Gráfico 1 muestra el número de sociedades que fueron admitidas en la Ley 550 en el periodo de 1999 hasta 31 de octubre de 2012³. Como se puede observar. De un total de 1,313 sociedades nominadas, la Superintendencia de Sociedades actuó como nominador en 875 (66,5% del total de sociedades), mientras que la Superintendencia Financiera actuó como nominador de 10 sociedades (0,8% del total de sociedades).

Gráfico 1. Número de Sociedades por nominador. (Periodo: 1999-31/oct/2012)



Fuente: Superintendencia de Sociedades; Cálculos Grupo de Estudios Económicos y Financieros.

Sin embargo, al realizar un análisis por tamaño de las empresas (tabla 1), se encontró que las 10 sociedades nominadas por la superintendencia financiera representaban el 24% de los activos totales, y el 8% del empleo directo de todas las empresas aceptadas en un acuerdo. Debido a lo anterior la tabla 2 muestra una caracterización de esas 10 empresas nominadas por la superintendencia financiera.

³ Ultima fecha en que el Grupo de Gestión Estadística audito los datos de empresas en Proceso de Reestructuración. Dicha información está disponible en el Portafolio Estadístico. Visitado 1/Febrero/2013



Tabla 1. Empresas En Acuerdo De Reestructuración Cifras Consolidadas
(Del 1o. de Febrero de 2000 al 31 de Octubre de 2012)

NOMINADO R	ACTIVOS (Miles de Millnes)	PASIVOS (Miles de Millnes)	EMPLEOS DIRECTOS
SUPER SOCIEDADES	7.830	5.880	61.352
SUPER FINANCIERA	2.901	1.718	6.925
SUPER NACIONAL DE SALUD	512	380	710
CAMARA DE COMERCIO	416	332	4.116
SUPER SERV. PUBLICOS	215	131	529
SUPER PUERTOS Y TRANSPORTE	171	168	1.082
SUPER ECONOMIA SOLIDARIA	162	134	956
MIN HACIENDA Y CREDITO	33	30	15.485
SUPER VIGILANCIA Y SEGURIDAD	7	7	341
TOTAL	12.248	8.779	91.496

Fuente: Superintendencia de Sociedades; Cálculos Grupo de Estudios Económicos y Financieros.

Como se puede observar en la tabla 2, pesar de que 8 de las 10 sociedades desarrollaban sus actividades en el departamento de Antioquia, la situación de crisis no es departamental, sino por tipo de negocio, pues 6 de las 8 sociedades ubicadas en Antioquia, tenían como objeto social el desarrollo de actividades relacionadas con el sector textil.

Tabla 2. Macrosector y Departamento

RAZON SOCIAL	MACRO	DEP.
ACERIAS PAZ DE RIO	FAB. DE PRODUCTOS METALURGICOS	BOYACA
ALMACENES PAGUEMENOS	COMERCIALIZACIÓN DE PROD. TEXTILES	ANTIOQUIA
CIA COLOMBIANA DE TEJIDOS	FABRICACION DE PRODUCTOS TEXTILES	ANTIOQUIA
CONCRETO	CONSTRUCCIÓN	ANTIOQUIA
ENKA DE COLOMBIA	FAB. FIBRAS SINTETICAS Y ARTIFICIALES	ANTIOQUIA
HILANDERIAS MEDELLIN	FABRICACION DE PRODUCTOS TEXTILES	ANTIOQUIA
TABLEMAC	FABRICACION DE PAPEL Y CARTON	ANTIOQUIA
TECNOLOGIAS AERONAUTICAS	TRANSPORTE POR VIA AEREA	CAUCA
TEJIDOS EL CONDOR	FABRICACION DE PRODUCTOS TEXTILES	ANTIOQUIA
TEXTILES FABRICATO TEJICONDOR	FABRICACION DE PRODUCTOS TEXTILES	ANTIOQUIA

Fuente: Superintendencia de Sociedades; Cálculos Grupo de Estudios Económicos y Financieros

Con respecto a la duración de los procesos de estas empresas, se encontraron dos aspectos relevantes. En primer lugar, estas empresas han tenido un periodo muy largo de ejecución del acuerdo por su complejidad y tamaño, algunas de ellas todavía se encontraban a 31 de Octubre de 2012 en proceso de cumplimiento del acuerdo de reestructuración. Como segundo hecho importante solo dos de ellas terminaron en proceso de liquidación en un plazo promedio de año y medio.



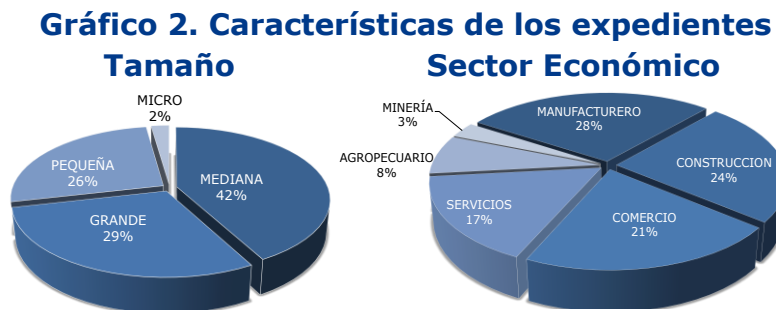
II. FUENTES DE INFORMACION PARA EL ESTUDIO Y ANALISIS.

La base de datos utilizada proviene de la Superintendencia de Sociedades. En este análisis se utiliza tres muestras diferentes de sociedades que al 31 de Octubre de 2012 ya habían terminado el proceso. A continuación se explica cada una de ellas en mayor detalle.

A. Expedientes

Con el objetivo de capturar variables no financieras de los acuerdos de reestructuración, se recopiló de los diferentes expedientes la siguiente información: Respuesta de la Supersociedades sobre fallas en la información suministrada para la solicitud de un acuerdo, participación de los diferentes acreedores en la valoración de votos e integrantes del comité de vigilancia. El proceso de recopilación de dicha información fue manual, pues en el momento de realizar este estudio no se tenía sistematizada y la información de los acuerdos y solo 133 expedientes pudieron reconstruirse completos.

Dentro de la caracterización de esta muestra se destacan las empresas medianas y grandes del sector manufactura y construcción como las de mayor representación en la muestra.



Fuente: Superintendencia de sociedades; Cálculos Grupo de Estudios Económicos y Financieros

B. Información financiera

Además de la información de los expedientes, se tienen los datos financieros de las empresas que reportan anualmente a la Superintendencia de Sociedades. Por ley, todas las empresas con ventas o activos superiores a 20.000 salarios mínimos legales mensuales vigentes⁴, las sucursales

⁴ Artículo 1 del Decreto 3100 de 1997.

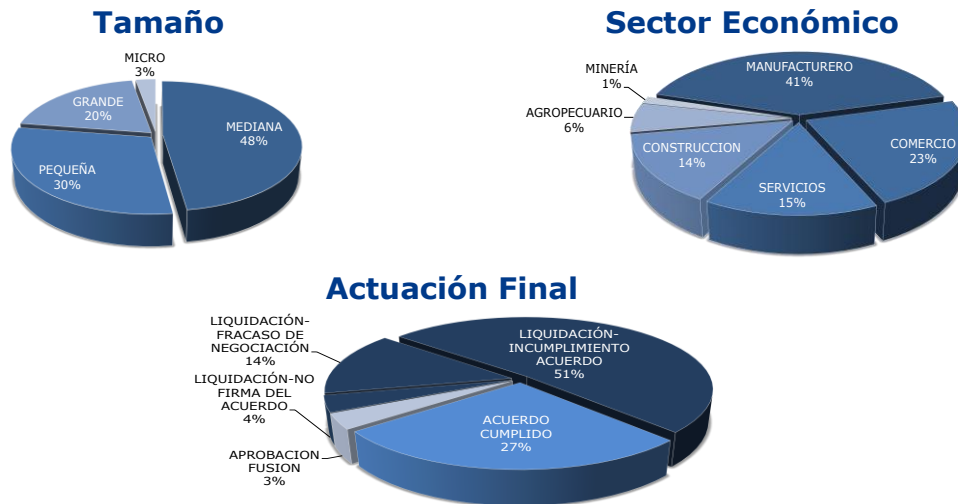


Superintendencia
de Sociedades

extranjerías y las empresas especiales de interés declarado por el Presidente, están obligadas a proporcionar los estados financieros una vez al año a la Entidad supervisora.

La base de datos cubre el periodo de 1997 a 2011 y contiene 546 sociedades⁵ con cerca de 4.000 observaciones empresa-año. Las sociedades medianas y pequeñas del sector manufactura y comercio son las que mayor representación tiene en la muestra de información financiera.

Gráfico 3. Características de los expedientes



Fuente: Superintendencia de sociedades; Cálculos Grupo de Estudios Económicos y Financieros

La tabla 3 y 4 nos muestra desagregado por tamaño y macro sector el número de sociedades que terminaron en liquidación. La liquidación por cualquiera de las tres razones es más frecuente en las empresas del sector manufacturero y tamaño mediano.

Tabla 3. Liquidación por tamaño y Macro sector

No. Sociedades	Liquidación-no firma del acuerdo	Liquidación-fracaso de negociación	Liquidación-incumplimiento acuerdo
Grande	4	10	48
Mediana	13	38	136
Pequeña	3	30	89
Micro			8

Fuente: Superintendencia de sociedades; Cálculos Grupo de Estudios Económicos y Financieros

⁵ Sociedades nominadas por la Superintendencia de Sociedades y que al 31 de Octubre de 2012 ya terminaron procesos de Ley 550.

Tabla 4. Liquidación Macro sector

No. Sociedades	Liquidación-no firma del acuerdo	Liquidación-fracaso de negociación	Liquidación-incumplimiento acuerdo
Agropecuario	2	3	19
Comercio	5	22	61
Construcción	5	11	21
Manufacturero	7	26	142
Minería		1	4
Servicios	1	15	34

Fuente: Superintendencia de sociedades; *Cálculos Grupo de Estudios Económicos y Financieros*

La base de datos se caracteriza por ser desbalanceada, es decir, buena parte de las empresas solo son observables para solo un año o para menos de los 15 años del periodo de análisis. Algunas empresas sólo tienen datos previos al acuerdo y otras solo tienen datos post-acuerdo. A lo largo del documento nos referiremos al año de solicitud de un acuerdo como año 0, el primer año en acuerdo como 1, el año antes de solicitar el acuerdo como -1, y el año después de terminado el acuerdo como +1. De aquí en adelante esta muestra se llamará las sociedades en reestructuración con información financiera.

Adicionalmente, se escogieron las siguientes variables financieras (tabla 5) como variables descriptivas del desempeño financiera pre y post acuerdo teniendo en cuenta la revisión de literatura sobre insolvencia (Denis y Rodgers (2007); Heron et al. (2009); Kalay et al. (2007); Hotchkiss (1995)).

Tabla 5. Estadística variables financieras

Variables	Unid.	N	Prom.	Desv.	P5	P25	P50	P75	P95
Nivel de Deuda	%	3.780	25,7	25,6	0	6,4	19,5	36,8	75,6
Margen Operativo	%	3.530	-27,3	-96,9	-141,2	-21,5	-1,4	5,3	15,2
ROA	%	3.741	-10,5	-25,9	-60,7	-14,7	-3,0	2,1	12,4

Fuente: Superintendencia de Sociedades; *Cálculos Grupo de Estudios Económicos y Financieros*
Nivel Deuda es Total Deuda/Total Activo. Margen operativo es U. Operacional/Ing. Operacionales. ROA es utilidad antes de impuestos/total activos. P5,P25, P50, representan los percentiles 2, 25 y 50 respectivamente.

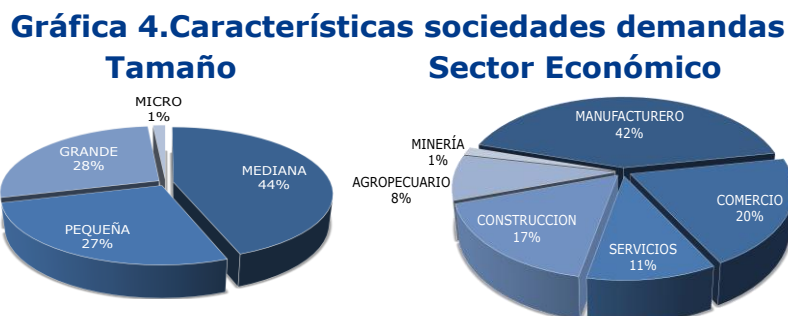
Finalmente, para eliminar las observaciones erróneas, limpiamos los datos y eliminamos los valores extremos en todas las variables financieras, utilizando la metodología de Giné y Love (2006)⁶.

⁶ Se elimina el 1% de las observaciones en el extremo superior, y el extremo inferior. En el caso que el límite inferior es igual a cero, sólo se elimina las observaciones del extremo superior.

C. Procesos verbal sumario Ley 550

Utilizando la información suministrada por el Grupo de Procesos Paralelos a la Insolvencia de la Superintendencia de Sociedades, se construyó una base de datos que contiene 359 demandas para 203 empresas bajo un acuerdo de reestructuración. Las variables relevantes de la base son: meses promedio para resolver las demandas, tipo de demandas, asunto de las demandas y tipo de acreedor involucrado en las demandas. Es importante resaltar que esta información se obtuvo por una iniciativa de funcionarios de la superintendencia de Sociedades y no como resultados de un proceso formal de sistematización.

Las empresas se caracterizan por ser predominantemente medianas (44% de la muestra), el sector manufacturero es el más significativo en la muestra total.



Fuente: Superintendencia de sociedades; Cálculos Grupo de Estudios Económicos y Financieros

III. FACTORES DE ÉXITO Y FRACASO DE LA LEY 550

La literatura que aborda el tema de acuerdos de reestructuración siempre ha buscado medir la eficacia de estos acuerdos, esta sección hace una revisión de tres factores que influyen en el desarrollo de los acuerdos de reestructuración, estos factores son: El cumplimiento de los requisitos de entrada al proceso, el activismo procesal asociado a las impugnaciones presentadas antes o durante la redacción del acuerdo y la influencia de los acreedores y el comité de vigilancia en el proceso. A continuación se desarrollan estos tópicos.

1. Efectos por el cumplimiento de requisitos de entrada al proceso.

Como ha sido mencionado en secciones previas, la ley 550 de 1999 surge como un mecanismo temporal que buscaba dar un espacio para la recuperación empresarial en la crisis económica de ese momento. Se definieron entonces una serie de requisitos que debían cumplir las empresas postuladas, tales requerimientos iban desde los estados financieros y notas a los estados financieros hasta informes especializados, documentos soporte y planes de acción.

La cantidad de información que debía entregar la sociedad podía hacer que pasaran más de 100 días en su preparación y ajuste, antes de que la Superintendencia se pronunciara frente a la solicitud definitiva. Pero sin esta revisión o con unos requisitos laxos, podían entrar sociedades sin la capacidad organizativa y técnica para el desarrollo del proceso, congestionando el sistema, y considerando empresas cuya mejor opción sería la liquidación.

LoPucki y Kalin (2001) y LoPucki y Doherty (2002) encontraron que la rápida aprobación de los planes de reorganización, la filosofía de "laissez-faire", y el alto volumen de procesos en la Corte de Delaware, explican las altas tasas de fracaso⁷ de dichas empresas. La anterior afirmación está basada en el hallazgo de que un 30% de las sociedades que entraron en el periodo 1991-1996 a un proceso de reestructuración en la Corte de Delaware pidieron entrar por segunda de vez en el año 2000. Esta tasa de reincidencia es más alta en Delaware que en otras cortes (tabla 6)

Tabla 6. Tasa de reincidencia por corte. 1991-97*

(1) CORTE	(2) Compañías	(3) Número de reincidencias
Delaware	30	9
New York City	22	5
Otros	75	4
Promedio total	127	18

* Traducido al español, ver original en Lopucki, L.M y S.D. Kalin (2001), página 21, tabla 5

⁷ En los artículos LoPucki y Kalin (2001) y, LoPucki y Doherty (2002) el termino fracaso es medido como las empresas reincidente en los procesos.



Superintendencia
de Sociedades

Así, resulta conveniente preguntarse si tuvo algún efecto la exigencia en los requisitos de entrada en ley 550 sobre el resultado final?

Para poder analizar esta situación, se tuvieron en cuenta los requisitos establecidos por la Ley y el seguimiento a su cumplimiento. Primero se estudia la relación que hay entre el tiempo transcurrido entre la solicitud y su final aprobación dentro la muestra de sociedades que utilizó la información de expedientes y luego se realizará el mismo análisis de tiempos para la muestra de sociedades que tienen documentos radicados para solicitud de entrada a los acuerdos en el sistema de radicación de documentos de la Supersociedades.

i). Muestra de sociedades con expedientes.

De las 133 empresas a las que se les revisaron sus expedientes, 53,4% tuvieron dificultades con la entrega de información completa o requerimientos de información adicional, 36,1% tuvieron dificultades por fallas contables en la información presentada, 8,3% tuvieron que dar aclaraciones sobre la información reportada y solo 2,3% presentó la información completa. Tales fallas, obligaban a las empresas a presentar la solicitud hasta cuatro veces.

Dentro de las fallas por información incompleta más frecuentes se encontró las relacionadas con: la no inclusión de información relacionada con los estados financieros, con los acreedores, con los procesos judiciales, con las demandas y/o el detalle de inventarios y flujo de caja. Por el lado de las fallas contables se destaca el hecho de presentar estados financieros que no se ajustaban a la norma contable colombiana.

De las 133 empresas que solicitaron ingresar a ley 550, solo 70 de ellas tenían registro del tiempo que transcurrió entre la solicitud de ingreso a un proceso y su aceptación. De esta esta muestra de 70 sociedades, se encuentra que las que presentaron información incompleta y/o tuvieron que adicionar datos, se demoraron 107 días en promedio, las entidades que tuvieron que dar explicaciones sobre la información reportada, se demoraron 83,4 días y quienes presentaron fallas contables, se demoraron 77 días para ser aceptadas. Las empresas que reportaron la información completa tuvieron una respuesta de aceptación de 31 días en promedio (Tabla 7).

Tabla 7. Promedio de la duración de aceptación de ingreso al proceso (Días)

REQUISITOS DE ENTRADA	TAMAÑO				TOTAL
	GRANDE	MEDIANA	MICRO	PEQUEÑA	
ACLARACIONES	98	60		86,3	83,4
FALLAS CONTABLES	81,8	8,75		44,4	71,8
INFORMACIÓN COMPLETA		31			31
INFORMACIÓN FALTANTE O ADICIONAL	3,3	169,6	98	99,2	107,1

Fuente: Superintendencia de sociedades; Cálculos Grupo de Estudios Económicos y Financieros

Es destacable, que las fallas contables y la información faltante o adicional, son el común denominador en todas las empresas independientemente de su tamaño y fue precisamente ese proceso de revisión el que las obligó a tener una mayor claridad de su situación financiera cuando debieron ajustar su información contable.

Adicionalmente, por su complejidad y tamaño, a las empresas grandes les representaba más días de aceptación al proceso las aclaraciones que las fallas contables, mientras que las empresas medianas requerían más tiempo para completar o adicionar información.

ii). Muestra de sociedades con radicaciones registradas en el sistema de la Entidad.

Se encontraron 368 sociedades que registraron solicitudes de aprobación para entrar al marco de restructuración de la Ley 550 y que, aun cuando inicialmente no fueron aceptadas, tuvieron finalmente su aprobación al presentar ajustes y aclaraciones en el cumplimiento de los requisitos de entrada. De ellas se observa que las empresas que tuvieron por actuación final fusionarse o restructurarse, presentaron ajustes y aclaraciones en 99 y 84 días respectivamente, mientras que las empresas que terminaron liquidándose lo hicieron en 70 días, este menor tiempo podría reflejar dos aspectos, la imposibilidad por parte de las empresas de cumplir con las exigencias de la Superintendencia de Sociedades o la inviabilidad del proyecto empresarial. En todo caso se refuerza la hipótesis de que a mayor y mejor preparación, mayor posibilidad de éxito.

Tabla 8. Promedio de la duración de aceptación de ingreso al proceso (Días)

ACTUACION FINAL->	LIQUIDACIÓN	FUSIÓN	CUMPLIMIENTO ACUERDO	PROMEDIO SECTOR
AGROPECUARIO	51	46	52	51
COMERCIO	83	48	53	73
CONSTRUCCION	83	52	80	80
MANUFACTURERO	62	38	46	59
MINERÍA	68			68
SERVICIOS	78	285	186	126
PROMEDIO ACTUACIÓN FINAL	70	99	84	75

Fuente: Superintendencia de sociedades; Cálculos Grupo de Estudios Económicos y Financieros

Teniendo en cuenta el macrosector (tabla 8), se observa que, de las empresas que cumplieron el acuerdo, aquellas que más días tardaron en la apertura del proceso de reestructuración fueron las entidades que estaban en el sector de la construcción o de servicios con 80 y 186 días en promedio respectivamente, mientras que el sector manufacturero solo tardó 46 días. Esto podría explicarse por el mayor grado de calidad de información que llegan a tener las empresas manufactureras frente a los otros sectores donde el grado de informalidad es mayor.

2. Activismo procesal antes y durante la definición del acuerdo.

En el marco de la negociación del acuerdo entre la empresa deudora y sus acreedores, se presentan una serie de impugnaciones de los reclamantes al considerar que las actividades realizadas por el empresario o el promotor no les favorecen. Esto lleva a que los acreedores presenten varios tipos de recursos contra el acuerdo, que aquí llamaremos "activismo procesal".

Estas situaciones llevan a preguntarse si este comportamiento afectó el buen desarrollo del acuerdo y funcionó como un mecanismo paralelo de control sobre el acuerdo por parte de los acreedores. Para poder responder estos interrogantes, se usa el número de demandas por empresa y el tipo de demanda como una medición proxy del concepto "activismo procesal".

Teniendo en cuenta la base de información relacionada en las demandas de impugnación sobre los acuerdos, se observaron 203 empresas con 359 demandas; el número de demandas promedio en contra de una empresa es de



1,8 (tabla 9). El tiempo promedio de terminación de las demandas fue de 8 meses; muy por encima de este promedio se encuentran las demandas relacionadas con las acciones revocatorias y de simulación, que tardaron 19 meses en resolverse.

Tabla 9. Demandas contra empresas en Acuerdo

CANTIDAD DE PROCESOS	No. DEMANDAS POR EMPRESA (PROMEDIO)	MÁXIMO DE DEMANDAS POR EMPRESA	DURACIÓN PROMEDIO (MESES)
359	1,8	8	8

Fuente: Superintendencia de sociedades; *Cálculos Grupo de Estudios Económicos y Financieros*

Por otro lado, el asunto que aborda cada una de las demandas está dado por un artículo en particular, contenido en la ley 550. Se identificaron 6 temas o artículos que son objeto de demandas, los más importantes según su participación son los artículos 37 y 26, los cuales tratan sobre la solución de controversias y la determinación de derechos de voto, el primero con una participación del 76%, mientras el segundo tiene una participación del 21% dentro de las demandas en contra de las empresas en acuerdo (tabla 10).

Tabla 10. Demandas interpuestas por los acreedores en contra de las empresas en reestructuración

ARTÍCULO	DESCRIPCIÓN	CANTIDAD DE PROCESOS	DURACIÓN PROMEDIO (MESES)
26	Objeciones a la determinación de derechos de voto y de acreencias.	75	6
OTROS	Artículo 30, artículo 35 y artículo 38. Derechos de veto, causales de terminación del acuerdo de reestructuración e incumplimiento de acreedores.	3	2
37	Solución de controversias.	272	8
39	Acciones revocatorias y de simulación.	9	19
TOTAL		359	8

Fuente: Superintendencia de sociedades; *Cálculos Grupo de Estudios Económicos y Financieros*

Dentro de los principales hallazgos se destacan tres aspectos. En primer lugar, un gran número de demandas relacionadas con el artículo 37 (equivalente a un 76%), evidencian la inconformidad de los acreedores con respecto al acuerdo que se estaba estructurando.



Superintendencia
de Sociedades

En segundo lugar, en relación con la actuación final del proceso, se encontró que de las 359 demandas instauradas en contra de las empresas bajo un acuerdo, el 72% corresponde a demandas en contra de empresas que se fueron a liquidación. Esto es un argumento para justificar el gran trabajo que se debe hacer en las negociaciones pre-acuerdo para garantizar mayor fluidez y éxito en el acuerdo.

En tercer lugar, el 80% del total de las demandas se encuentran concentradas en las empresas grandes y medianas, con una participación del 50% y 30%, respectivamente, siendo las empresas grandes las que más tiempo se demoraron, superando hasta en dos meses los procesos de las empresas medianas.

Los anteriores hallazgos ofrecen evidencia sobre el rol obstaculizador que ejerce el acreedor dentro del proceso cuando éste se encuentra en total desacuerdo y cómo puede cambiar el rumbo del desarrollo del acuerdo. Ayotte y Morrison (2008) afirman que las demandas en contra de las actividades realizadas por el empresario o el promotor dan muestra del control que ostentan los acreedores en el desarrollo del acuerdo. Ellos encontraron que la mayoría de demandas que interponen los acreedores, están relacionadas con la venta de activos por parte del empresario o la adquisición de nueva deuda.

3. Influencia de los acreedores y el comité en el proceso de reestructuración

El tema relacionado con la influencia de los acreedores y el comité de vigilancia en el proceso de reestructuración es abordado por Kalay, Singhal y Tashjian (2007), Ayotte y Morrison (2008), Kwon y Hahn (2010) y Harner y Marincic (2011) quienes encuentran que la influencia de estos actores afecta el resultado y la duración del acuerdo, así como el desempeño de las empresas que llevan a cabo el proceso.

Para el análisis de esta sección, se utilizó la información de 118 sociedades que cuentan con la valoración de votos y el comité de vigilancia; 107 terminaron cumpliendo el acuerdo y sólo 11 terminaron en liquidación.

A continuación se busca responder la siguiente pregunta: Cuál es el efecto del tipo de acreedor sobre el resultado final del acuerdo, desde la óptica del proceso de votación y de la conformación del comité de vigilancia?

Para la votación del acuerdo, la ley 550 estipula que los acuerdos de reestructuración se celebran con el voto favorable de un número plural de acreedores internos o externos que representen por lo menos la mayoría absoluta de los votos admisibles. La tabla 11 nos presenta el promedio de los votos admisibles por tipo de acreedor según tipo de actuación final. Como se puede observar, en el resultado del proceso de determinación de derechos de votos, uno de los grupos de acreedores que domina sin importar el tipo de actuación final es el conformado por entidades financieras.

Haciendo un análisis más detallado para el caso de los acreedores financieros se encontró que la duración del proceso de empresas con actuación final liquidación, es más corta cuando la participación de los acreedores financieros es mayor, para participación de acreedores financieros menor al 25%, el proceso de liquidación se demoró en promedio 5,14 años, mientras que una participación mayor al 25% de acreedores financieros, ese mismo proceso de liquidación se tomó 3,5 años. Es decir cuando el acreedor financiero ve la posibilidad de recuperación y tiene un peso relativo fuerte en la decisión apoya la recuperación pero cuando tiene ese mismo poder de decisión y no ve la empresa como viable apoya su rápida liquidación.

Tabla 11. Participación promedio en la votación en los acuerdos

		FUSION O LIQUIDACIÓN CUMPLIMIENTO	
ACREEDORES INTERNOS(%)		20,0%	25,5%
ACREEDORES EXTERNOS	ACREEDORES FINANCIEROS(%)	21,5%	38,5%
	DIAN(%)	15,8%	10,0%
	ACREEDORES ENTIDADES PÚBLICAS DIFERENTES A DIAN(%)	3,3%	4,4%
	ACREEDORES LABORALES(%)	4,7%	3,4%
	OTROS ACREEDORES EXTERNOS	42,5%	29,2%
	INSTITUCIONES DE SALUD	2,1%	1,6%
	PENSIONES Y CESANTIAS	1,9%	3,2%
	PROVEEDORES	1,0%	28,2%

Fuente: Superintendencia de Sociedades; *Cálculos Grupo de Estudios Económicos y Financieros*

También se observa que las empresas que cumplieron el acuerdo, a diferencia de las que se fueron a liquidación, presentan una mayor participación de los



proveedores y acreedores internos. Situación que refleja el interés que persiguen estos acreedores en procurar la continuidad de la empresa.

Para el caso de los acreedores en el Comité de Vigilancia, la tabla 12 nos presenta la participación promedio de acreedores internos y externos en el comité, según tipo de actuación final y en la última columna, la duración promedio del proceso en años, según tipo de acreedor.

Para las empresas que terminaron en liquidación la proporción de acreedores externos es mayor a la de acreedores internos. En términos de duración no se encontró una diferencia sustancial dentro del tipo de acreedor (tabla 12 y 13), resultado que contradice la afirmación planteada por Kwon y Hahn (2010).

Tabla 12. Participación promedio de acreedores internos y externos en el comité de vigilancia

TIPO DE ACREEDOR	LIQUIDACIÓN	FUSIÓN O CUMPLIMIENTO	DURACIÓN PROMEDIO (AÑOS)
ACREEDOR INTERNO	16,2%	21,2%	6 años
ACREEDOR EXTERNO	83,8%	78,8%	6 años

Fuente: Superintendencia de Sociedades; Cálculos Grupo de Estudios Económicos y Financieros

Una inquietud adicional que surgió alrededor del tipo de acreedor externo fue su condición de acreedor con o sin garantía real. En la tabla 15 se observa como los acreedores financieros tiene la mayor participación promedio por comité seguidos de los acreedores sin garantía real.

Tabla 13. Participación promedio de los acreedores externos en el comité de vigilancia

TIPO DE ACREEDOR	PRESENCIA EN EL COMITÉ	LIQUIDACIÓN	FUSIÓN O CUMPLIMIENTO	DURACIÓN PROMEDIO DEL ACUERDO DE REESTRUCTURACIÓN
SIN GARANTÍA REAL	87	26,2%	34,7%	7
FINANCIERO	78	25,7%	37,8%	6
DIAN	68	20,8%	25,6%	7
LABORAL	42	26,5%	25,7%	6
ENTIDAD PUBLICA	11	25,0%	20,0%	7
EPS	6	0,0%	20,0%	5
PENSIONES Y CESANTIAS	5	25,0%	21,3%	6

Fuente: Superintendencia de Sociedades; Cálculos Grupo de Estudios Económicos y Financieros



Superintendencia
de Sociedades

Ahora bien, en el caso de las empresas que terminaron en fusión o cumplimiento del acuerdo, la participación promedio de los acreedores sin garantía real fue una de las más altas explicado por la preferencia que pueden tener para apoyar la recuperación de la empresa. Al no tener prelación por garantía, una terminación exitosa del acuerdo les da mayor probabilidad de recuperar algo.



IV. DESEMPEÑO FINANCIERO DE LAS EMPRESAS UNA VEZ TERMINADO EL ACUERDO

Existen dos posiciones principalmente respecto al desempeño de las empresas una vez terminado el acuerdo de reestructuración. Estudios realizados por Altman (1984), Bowman et al. (1999), Atiase, Platt y Tse (2004), Denis y Rodgers (2005), Kalay, Singhal y Tashjian (2007) y Aivazian y Zhou (2012) utilizan análisis contables para argumentar que las empresas que salen de un acuerdo, presentan un mejor desempeño operativo y su cantidad de deuda disminuye. Por otro lado Gilson (1997), Hotchkiss (1995), Hotchkiss y Mooradian (1997), Alderson y Betker (1999) argumentan que las empresas que salen de un proceso de reestructuración presentan un pobre desempeño financiero y una baja o nula disminución de deuda. Dado que no existe, al menos conocido por los autores, evidencia para el caso colombiano en este tema, es adecuado analizar qué ha pasado con las empresas colombianas al finalizar el acuerdo.

En el contexto colombiano es importante recordar que de las 546 sociedades en reestructuración con información financiera, sólo 168 empresas tuvieron por actuación final el cumplimiento del acuerdo, mientras que las 378 restantes tuvieron por actuación final su liquidación. Ahora bien, de las sociedades que no terminaron en liquidación, el 26% obtuvo pérdidas operativas en los tres años siguientes al proceso de reestructuración, y un 15% se liquidó o canceló su matrícula 3 años después de terminado el proceso de reestructuración.

En línea con este hallazgo, Hotchkiss (1995) encontró que el 40% de las empresas continuaron presentando pérdidas operativas en los tres años seguidos al proceso de reestructuración, y 32% de las empresas reingresaron en un proceso de reestructuración. A pesar de que nuestros resultados son más alentadores que aquellos hallados por Hotchkiss, la alta tasa de liquidación genera la necesidad de profundizar un poco más en su análisis.

Vamos entonces a entrar a caracterizar ese desempeño financiero, una vez terminado el acuerdo, a través de la medición de tres indicadores, Nivel de deuda medido como [Deuda financiera / Activo], rentabilidad el activo medido como [Utilidad antes de impuestos / Activo] y margen operacional medido como [Utilidad operativa / Ingresos operacionales], el objetivo es tratar de resolver y desarrollan los siguientes interrogantes:

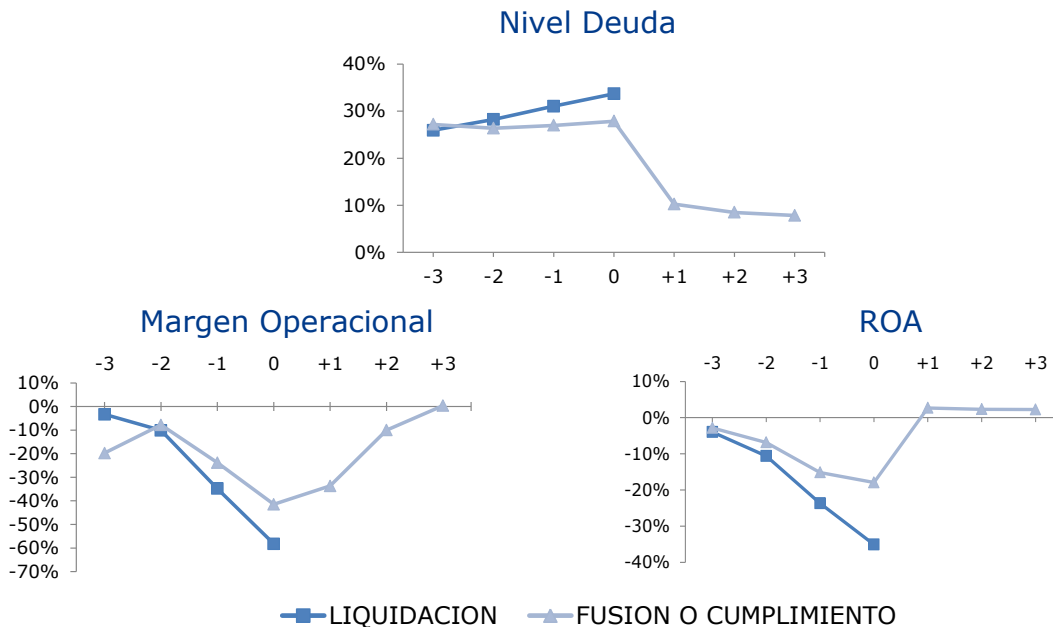


Superintendencia
de Sociedades

Cuál fue el comportamiento de las empresas después de haber finalizado el acuerdo? Es el tamaño de la empresa o el sector económico un determinante del rápido mejoramiento de los niveles de deuda y margen operacional de una empresa? Y por último, es el tamaño de la empresa un factor determinante para la duración del acuerdo?

Para poder dar respuesta a la primera pregunta, se utilizaron los indicadores de nivel de deuda y rentabilidad del activo por tipo de actuación, 3 años antes de inicio del acuerdo y 3 años después de finalizado el mismo, encontrando que mejores márgenes operacionales y menores niveles de endeudamiento previo al inicio de un acuerdo de reestructuración, es un factor determinante del éxito del acuerdo, lo que va en línea con Hotchkiss (1995), Andrade y Kaplan (1998) y Maksimovic y Phillips (1998).

Gráfico 5. Indicadores de Deuda y rentabilidad por Tipo de actuación final



Fuente: Superintendencia de Sociedades; Cálculos Grupo de Estudios Económicos y Financieros

Así mismo, el gráfico 5 detalla que las empresas que cumplieron el acuerdo presentan una mayor rentabilidad y una reducción en el endeudamiento en los 3 años siguientes al cumplimiento del acuerdo. Es decir, al igual que Kalay, Singhal y Tashjian (2007) encontramos que las empresas al momento de terminar el acuerdo inician una recuperación en su desempeño operacional y

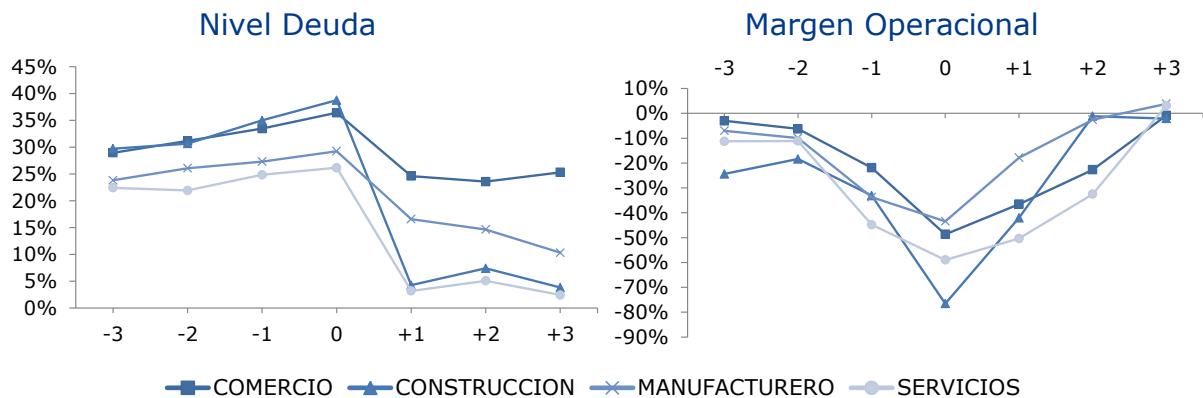


Superintendencia
de Sociedades

al igual que Aivazian y Zhou (2012) encontramos que las empresas logran reducir su deuda post acuerdo.

Para poder dar solución a la segunda pregunta, se realizaron los siguientes análisis. Primero, se calculó el nivel de deuda y el margen operacional por tipo de sector económico⁸. En segundo lugar, se calcularon los mismos indicadores pero por tamaño de empresa según la información del total de activos⁹; ambos cálculos se realizaron para un periodo de 3 años antes y 3 años después del acuerdo. Es importante resaltar que se dejó por fuera del análisis a los sectores de minería y agropecuario debido a su baja frecuencia en la muestra (grafico 6 y 7).

Gráfico 6. Indicadores de Deuda y rentabilidad por Macro sector económico



Fuente: Superintendencia de Sociedades; Cálculos Grupo de Estudios Económicos y Financieros

Como se observa en el gráfico 6, las sociedades del sector de servicio y construcción son las que más rápidamente disminuyen sus niveles de deuda. Además, las sociedades de manufactura y comercio presentan un incremento más rápido en los márgenes operacionales.

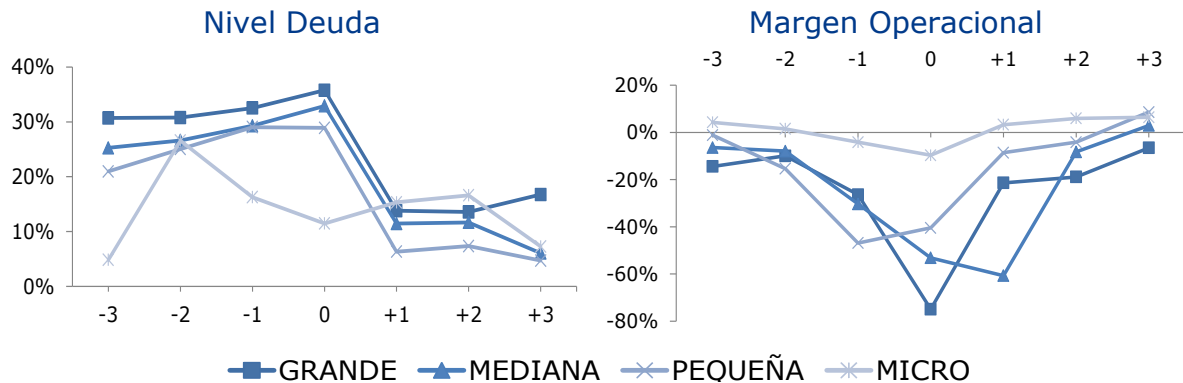
⁸ Se usó el sector económico que las empresas reportaron al inicio del acuerdo.

⁹ El tamaño se calculó teniendo en cuenta el artículo 2 de la Ley 905 de 2004 que define las empresas así: *Microempresa*: Planta de personal no superior a los 10 trabajadores y activos totales excluida la vivienda por valor inferior a 500 SMMLV. *Pequeña empresa*: Planta de personal entre 11 y 50 trabajadores y activos totales por valor entre 501 y menos de 5.000 SMMLV. *Mediana empresa*: Planta de personal entre 51 y 200 trabajadores y activos totales por valor entre 5.001 y 30.000 SMLV



Superintendencia
de Sociedades

Gráfico 7. Indicadores de Deuda y rentabilidad por Tamaño



Fuente: Superintendencia de Sociedades; Cálculos Grupo de Estudios Económicos y Financieros

El gráfico 7 refleja la mayor reducción en el nivel de deuda para las empresas pequeñas y medianas. Asimismo, al igual que Denis y Rodgers (2005) se encontró que las empresas de tamaño pequeño y micro son las que presentan un mayor margen operativo en momento post acuerdo.

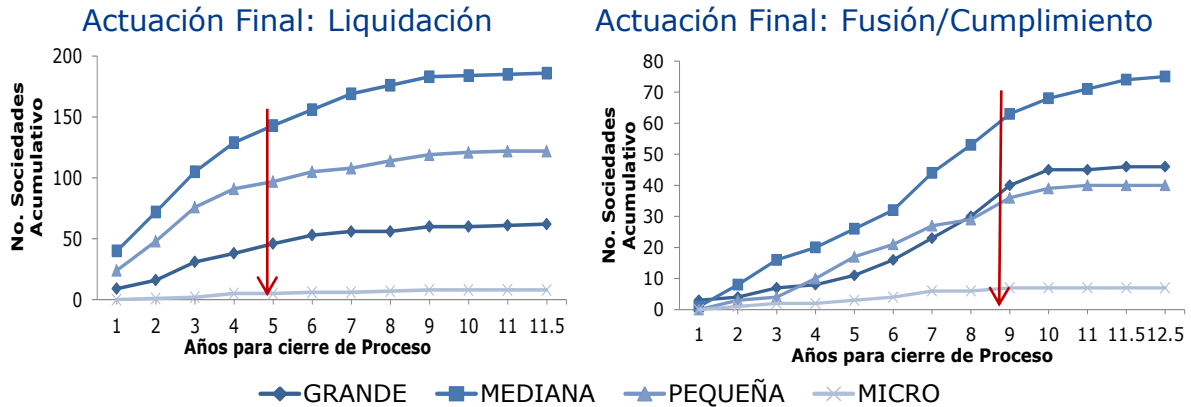
Finalmente, para dar respuesta a la tercera pregunta se clasificaron las sociedades por el número de años que duró el proceso, diferenciando por tamaño de la sociedad y tipo de actuación final. Dado que la Ley 550 limita el plazo para la negociación del acuerdo a máximo ocho meses, se va a analizar el tiempo que dura una sociedad desde la aceptación del acuerdo hasta el cierre del proceso, y no el tiempo que se necesita para aprobar el plan de reorganización. La duración del proceso es un factor analizado por Franks y Torous (1989) o más reciente por Bris et al. (2005) debido a su relación con los costos totales de la reorganización, y el efecto que tiene en el valor de los activos.

Como se puede observar en el gráfico 8, el 70% de las empresas cuya actuación final fue cumplir el acuerdo, requirieron menos de 8 años para el cierre del proceso. Por otro lado, el 70% de las empresas cuya actuación final fue liquidación requirieron menos de 4 años para el cierre del proceso. Es decir, en promedio las empresas que terminaron en liquidación duraron un 50% menos de tiempo en el proceso de reestructuración, que aquellas que cumplieron el acuerdo.



Superintendencia
de Sociedades

Gráfico 8. Duración para cierre de proceso por tamaño.



Fuente: Superintendencia de Sociedades; Cálculos Grupo de Estudios Económicos y Financieros

Al igual que, Denis y Rodgers (2005), encontramos que sin importar cuál fue el tipo de actuación final las sociedades pequeñas y medianas son las que más rápido terminan el proceso. Por otro lado, las empresas grandes tienden a demorarse más en los procesos, confirmando la hipótesis de que el tamaño evita que las empresas se quiebren más rápido (“*too-big-to-fail-too-early*” en inglés) expuesta en el artículo de Kwon y Hahn (2010).



V. CONCLUSIONES

Con respecto a la exigencia en los requerimientos de información al solicitar la entrada a los acuerdos, una buena revisión del cumplimiento y de la viabilidad de la empresa, hace que la probabilidad de recuperación sea mayor. Aun cuando la información no esté correcta o se encuentre incompleta, el solo hecho de hacer el ejercicio de ajuste permite a las empresas mejorar su proceso contable y obligarlas a tener una mayor claridad de su situación financiera.

Las empresas que se presentaron con una mayor preparación mostraron un mayor conocimiento de su capacidad de recuperación y su proceso fue mucho más rápido y fluido. Es este el caso de las empresas manufactureras, que al tener mayor grado de calidad en la información, pudieron ser admitidos más rápido a los acuerdos.

Con respecto al "activismo procesal" antes y durante la definición del acuerdo, este tiene un efecto negativo en el desarrollo del acuerdo de reestructuración y su duración, siendo necesario fortalecer los escenarios pre acuerdo entre las partes. Se presentaron evidencias sobre el rol obstaculizador que ejerce el acreedor dentro del proceso cuando éste se encuentra en total desacuerdo y este efecto perverso se evidenció más en el caso de las demandas por acciones revocatorias ya habiendo sido aprobado el acuerdo.

Frente al rol que juegan los diferentes tipos de acreedores se destaca el beneficio de la participación de los acreedores financieros quienes, al ver posibilidad de recuperación y tener un peso relativo fuerte en la decisión, apoyan la recuperación pero cuando tienen ese mismo poder de decisión y no ven la empresa como viable apoya su rápida liquidación.

Una situación semejante ocurre con los acreedores internos y los proveedores quienes procuran la continuidad de la empresa porque conocen mejor su situación interna.

Para el caso de la participación de los acreedores sin garantía real su rol fue de apoyo a la realización de los acuerdos ya que al no tener prelación por garantía, una terminación exitosa del acuerdo les da mayor probabilidad de recuperar algo.

Frente a las preguntas relacionadas con los procesos de recuperación de las empresas una vez terminados los acuerdos, el caso Colombiano muestra recuperaciones sostenibles mejores que estudios realizados en otros países, pero estas recuperaciones toman su tiempo y no son fáciles. Algo que si queda confirmado es que en la medida que la empresa tome la decisión temprana de entrar a un acuerdo (sus indicadores de desempeño no estén tan deteriorados) la probabilidad de éxito se aumenta.

Al separar el análisis de recuperación por sectores económicos, las sociedades del sector de servicios son que más rápidamente disminuyen sus niveles de deuda ya que tiene mayor flexibilidad que las sociedades de manufactura. Asimismo, se encontró que las empresas de tamaño pequeño y micro son las que presentan una mejor recuperación de su margen operativo. Esto nos lleva a plantear estrategias de flexibilización en la estructura de costos y de endeudamiento en las empresas para poder ajustarse más rápido y aprovechar mejor el marco normativo.

Finalmente, como última conclusión, se debe desarrollar la cultura de medición de impacto de cambios regulatorios para establecer sistemas de información sistematizados que faciliten la construcción de líneas de base y monitoreo del efecto en los objetivos generales que busca la reforma de ley. Sin esa medición es más difícil diseñar mejoras.



REFERENCIAS

Aivazian, Varouj A. y Simiao Zhou. (2012). "Is chapter 11 efficient?." *Financial Management*, 229 – 253.

Alderson, M., y B. Betker. (1999). "Assessing Postbankruptcy Performance: An Analysis of Reorganized Firms' Cash Flows." *Financial Management*, 28, 68-82.

Altman, E.I.(1984). "A further empirical investigation of the bankruptcy cost question." *Journal of Finance*, 39, 1067-1089.

Andrade, G., y S. N. Kaplan. (1998). "How Costly is Financial (Not Economic) Distress? Evidence from Highly Leveraged Transactions that Became Distressed." *Journal of Finance*, 53 , 1443-1494.

Atiase, R. K., Platt D., y S. Tse. (2004). "Operational Restructuring Charges and Post-Restructuring Performance." *Contemporary Accounting Research*, 493-522.

Ayotte, K.M. y E.R. Morrison. (2008). "Creditor Control and Conflict in Chapter 11." *Journal of Legal Anal.*

Bowman, E.H., Singh, H., Useem, M., y R. Bhadury. (1999). "When Does Restructuring Improve Economic Performance?." *California Management Review*, 41 (2), 33-54.

Bris, A., I. Welch y N. Zhu. (2005). "The Costs of Bankruptcy: Chapter 7 Liquidation vs. Chapter 11 Reorganization". *Journal of Finance*.

Claessens, S., Djankov, S., Mody, A., y Stiglitz, J. (2001). "Resolution of Financial Distress: An international Perspective on the Design of Bankruptcy Laws". The World Bank.

Denis, D.K. y K.J. Rodgers. (2007). "Chapter 11: Duration, Outcome, and Post-Reorganization Performance." *Journal of Financial and Quantitative Analysis* , 42, 101-118.

Franks J.R. y G. Lornath. (2005). "A Study of Inefficient Going Concerns in Bankruptcy." CEPR Discussion Paper 5035, Centre for Economic Policy Research, London.

Franks J.R. y Torous, W.N. (1989). "An empirical investigation of U.S. firms in Reorganization." *Journal of Finance*, 44, 747-769.



Superintendencia
de Sociedades

Gilson, S. C. (1997). "Transactions costs and capital structure choice: evidence from financially distressed firms." *Journal of Finance* 52, 161-196.

Giné, X. y I. Love. (2006). "Do reorganization cost matter for efficiency? Evidence from a Bankruptcy reform in Colombia." *World Bank Policy Research Working Paper* 3970.

Harmer, M y J. Marinic. (2011). "Behind Closed Doors: The Influence of Creditors in Business Reorganizations", *34 Seattle U.L.Rev.* 1155 (Symposium Piece)

Harmer, M y J. Marinic. (2011). "Committee Capture? An Empirical Analysis of the Role of Creditors' Committees in Business Reorganizations." *64 Vand.L.Rev.* 749

Hart, O. (2000). "Different Approaches to Bankruptcy." *NBER working paper* 7921.

Heron, R.A., Lie, E. y K. Rodgers. (2009). "Financial restructuring in fresh start chapter 11 reorganizations." *Finacial Management*, 727-745.

Hotchkiss, E.S. (1995). "Post bankruptcy performance and management turnover." *The Journal of Finance*, 50(1), 3-21.

Hotchkiss, E.S., y R.M. Mooradian. (1997). "Vulture investors and the market for control of distressed firms." *Journal of Financial Economics*, 43, 401-432.

Hotchkiss, E.S., y R.M. Mooradian. (1998). "Acquisitions as a Means of Restructuring Firms in Chapter 11." *Journal of Financial Intermediation*, 7, 240-262.

Hotchkiss, Edith S. (1995). "Post-bankruptcy performance and management turnover." *Journal of Finance*, 50, 3-21.

Kalay, A., Singhal, R. y Tashjian E. (2007). "Is Chapter 11 Costly?." *Journal of Financial Economics*, 84, 772-796.

Kwon, S., y S.B. Hahn. (2010). "Duration analysis of corporate bankruptcy in the presence of competing risks." *Applied Economics Letters*, 17, 1513-1516.

LoPucki, L.M. y J.W. Doherty. (2002). "Why Are Delaware and New York Bankruptcy Reorganizations Failing?," *55 Vanderbilt L. Rev.* 1933



Superintendencia
de Sociedades

LoPucki, L.M. y S.D. Kalin. (2001). "The Failure of Public Company Bankruptcies in Delaware and New York: Empirical Evidence of a "Race to the Bottom".", *54 Vanderbilt L. Rev.* 231.

Maksimovic, V. y M.G. Phillips. (1998). "Asset efficiency and reallocation decisions of bankrupt firms." *Journal of Finance* 53, 1495-1532.

Uribe, J.D. and H. Vargas. (2002). "Financial Reform, Crisis and Consolidation in Colombia." *Borradores de Economía 204*, Banco de la República, Colombia.

Urrutia, C. (2004). "Insolvency Reform in Colombia." *Prepared for the World Bank*, Brigard & Urrutia, Bogotá, Colombia.

Urrutia, M y Zárate, J.P (2001). "La Crisis Financiera de Fin de Siglo." Banco de la República, Colombia.

White, M.J. (1989). "The corporate bankruptcy decision." *Journal of Economic Perspectives*, 3, 129-151.

World Bank. (2006). "Closing a business." *Doing business in 2006: Creating Jobs*, 67-76.

World Bank. (2005). "Closing a business." *Doing business in 2005: Removing Obstacles to Growth*, 67-78.

World Bank. (2004). "Closing a business." *Doing business in 2004: Understanding Regulations*, 71-103, 112-114.