



PROGRAMA DE DOCTORADO EN FINANZAS

Essays on the effects of Insolvency Regulation

Óscar Javier Guevara Arias

Thesis submitted to the Ph.D. program in Finance at
Universidad Adolfo Ibáñez, as a requirement for
obtaining a Ph.D. degree in Finance.

Advisor: Prof. Julio Riutort K, Ph.D

**Santiago de Chile
2021**

Introduction

This thesis consists of three chapters examining the effects of insolvency regulation. The first chapter examines the main insolvency regulatory reforms implemented by the largest Latin American countries over the past 20 years, assessing where these reforms have gone, how they have changed institutional indicators, and what their aggregate effects on variables such as debt and investment have been. The bottom line is that most of these reforms have pointed at broad laws with a diversity of mechanisms for the resolution of distress, seeking an adequate balance of creditor-debtor rights and trying to improve the efficiency of the different processes by reducing deadlines and the structure of appeals, it also seems that the regulation on secured transactions with movable assets has been implemented as a novel strategy that allows to reduce frictions in the financial market and overcome problems of asymmetric information in contracting, thereby generating adequate incentives for creditors to expand loan supply while, at the same time, allowing firms to access the credit market in better conditions.

The second chapter examines the effects that insolvency regulatory reforms can have on financing and investment decisions, as they allow firms to broaden their collateral menu to include all types of movable assets while also strengthening secured creditors' rights by giving them priority over all other classes of creditors in the event of bankruptcy. Using diff in diff methods we show that a reform in this sense, has resulted in significant increases in debt financing and investment, primarily for firms with high movable assets.

The final chapter presents new evidence of the effects of Bankruptcy Law reform on firms that use this regulation to solve financial distress problems through reorganization and liquidation procedures. To that end, we looked at the 2006 bankruptcy law reform in Colombia which changed important aspects of insolvency proceedings, such as, the maximum time allowed to reach an agreement, the priority given to different creditor classes, voting requirements, the continuity of the manager and the reduction of the appeals structure. Our findings show that the new law, which has a better balance of creditor and debtor rights, is more efficient because it improves post-bankruptcy performance, lowers the (indirect) costs of bankruptcy, and has better screening capacity.

Introducción

Esta tesis consta de tres capítulos que examinan los efectos que tiene la regulación de la insolvencia. El primer capítulo revisa las principales reformas a la regulación de la insolvencia implementadas en los países más grandes de América Latina en los últimos 20 años, evaluando hacia dónde han apuntado tales reformas, cómo han cambiado los principales indicadores institucionales y cuáles han sido sus efectos agregados en las decisiones de endeudamiento e inversión de las firmas. La conclusión es que la mayoría de estas reformas han apuntado hacia leyes amplias, con diversidad de mecanismos para la resolución del *distress*, procurando un adecuado balance de derechos acreedor – deudor e intentando mejorar la eficiencia de los diferentes procesos mediante la disminución de plazos y estructura de apelaciones; además, parece que la regulación sobre garantías mobiliarias, se ha ido instalando como una estrategia novedosa que permite reducir las fricciones en el mercado financiero y superar los problemas de información asimétrica, generando así los incentivos adecuados para que los acreedores amplíen la oferta de crédito y, al mismo tiempo, las empresas puedan acceder a éste, en mejores condiciones.

El segundo capítulo examina los efectos que genera la regulación de la insolvencia, en las decisiones de financiación e inversión de las firmas. Para tal fin aprovechamos una reforma sobre Garantías Mobiliarias en Colombia que fortaleció los derechos de los acreedores garantizados, amplió el conjunto de activos que las firmas pueden entregar como colateral y creó un registro único de garantías de fácil acceso; y utilizando métodos de diferencia en diferencia, mostramos que dicha reforma, generó aumentos significativos en la financiación a través de deuda y la inversión principalmente en firmas con mayor posesión de activos muebles.

Finalmente, el tercer capítulo presenta nueva evidencia de los efectos que genera una reforma a la Ley de Quiebra en las empresas que utilizan esta regulación para resolver sus problemas financieros a través de procedimientos de reorganización y liquidación. Con ese fin, analizamos la reforma introducida con la Ley 1116 de 2006 en Colombia que cambió aspectos importantes de los procedimientos concursales, tales como: reducción de los tiempos para aprobar el plan de reorganización y los acuerdos de liquidación; fortalecimiento de los derechos del acreedor; definición de derechos de voto; continuidad del gerente en casos de insolvencia, reducción de las apelaciones, entre otros. Nuestros hallazgos muestran que la nueva ley, con un

mejor balance de derechos acreedor - deudor, reduce los costos (indirectos) de quiebra; permite una mejor recuperación de aquellas firmas que optan por la reorganización y tiene, además, una mejor capacidad de filtro.

Contenido

1. Capítulo 1: Reformas a la regulación de la Insolvencia en América Latina: Una Revisión General

1.1. Introducción	7
1.2. Regulación de la Insolvencia: Lineamientos para su diseño	14
1.2.1. Equilibrado Balance de Derechos entre Acreedor y Deudor	15
1.2.2. Adecuada Capacidad de Filtro	17
1.2.3. Maximización del Valor de la Firma	18
1.2.4. Amplios Sistemas de Colateral	20
1.2.5. Sólida Capacidad Institucional y buenas prácticas de Gobierno Corporativo	21
1.3. Regulación de la Insolvencia en Latinoamérica: Principales Reformas	23
1.3.1. Brasil	23
1.3.2. Argentina	28
1.3.3. Chile	34
1.3.4. Colombia	39
1.3.5. México	44
1.3.6. Perú	51
1.4. Conclusión	57
1.5. Referencias	60

2. Capítulo II: Garantías Mobiliarias y Fortalecimiento de los Derechos del Acreedor: Implicaciones en la decisiones de Inversión y Financiamiento

2.1. Introducción	66
2.2. La Ley de Garantías Mobiliarias en Colombia: Ley 1676/2013	73
2.2.1. Principales Características de la Reforma	73
2.2.2. Colombia en el contexto Latinoamericano a partir de la ley 1676/2013	75
2.3. Revisión de la Literatura, Preguntas e Hipótesis	78
2.3.1. Las garantías y su papel en la financiación	79
2.3.2. El Fortalecimiento de los derechos de los Acreedores	81
2.4. Datos y Estrategia Empírica	84
2.4.1. Datos y Fuentes de Información	84
2.4.2. Estrategia Empírica	88

2.5.	<i>Resultados</i>	89
2.5.1.	<i>Efecto de la reforma en las decisiones de Financiación</i>	89
2.5.2.	<i>Efecto de la reforma en las decisiones de Inversión</i>	103
2.5.3.	<i>Colombia Vs Latinoamérica: El efecto Nivel de la Reforma</i>	109
2.6.	<i>Conclusión</i>	123
2.7.	<i>Referencias</i>	125
2.8.	<i>Apéndice</i>	128
3.	<i>Capítulo III: Reforma a la Ley de Quiebra y sus efectos sobre la eficiencia</i>	
3.1.	<i>Introducción</i>	135
3.2.	<i>Principales aspectos de la reforma a la ley de quiebra en Colombia</i>	140
3.3.	<i>Revisión de la literatura, preguntas e hipótesis</i>	143
3.3.1.	<i>Eficiencia Ex post</i>	143
3.3.2.	<i>Eficiencia Ex ante: Capacidad de Filtro de la ley</i>	148
3.4.	<i>Datos y Estrategia Empírica</i>	149
3.4.1.	<i>Datos y Fuentes de Información</i>	149
3.4.2.	<i>Definición de Variables</i>	152
3.4.3.	<i>Estrategia Empírica</i>	153
3.4.4.	<i>Descripción de las Firmas en Procesos de Insolvencia</i>	154
3.5.	<i>Resultados</i>	158
3.5.1.	<i>Análisis Descriptivo</i>	158
3.5.2.	<i>Costos Indirectos de Quiebra</i>	162
3.5.3.	<i>Desempeño Post Reorganización</i>	166
3.5.4.	<i>Efecto de la Reforma en la Probabilidad de Re-filing</i>	173
3.5.5.	<i>Capacidad de Filtro de la Nueva Ley</i>	176
3.6.	<i>Conclusión</i>	181
3.7.	<i>Referencias</i>	182
3.8.	<i>Apéndice</i>	186