

Justificación y fórmulas de protección al “financiamiento de rescate”*

JUAN LUIS GOLDENBERG SERRANO**

RESUMEN: Las tendencias modernas del derecho concursal han tendido al perfeccionamiento de los modelos de reorganización de la empresa, a efectos de conceder herramientas para poder instar por su efectivo desarrollo. Uno de los principales obstáculos para tal propósito consiste en los problemas para satisfacer los requerimientos de liquidez que precisa la continuidad de la operación. En este ámbito, con base primero en la autonomía privada, y luego en la regulación legal, han surgido fórmulas para tutelar los denominados “financiamientos de rescate”. Sin embargo, su lógica debe articularse desde el incentivo a quien aporta recursos frescos para financiar los planes de salvamento, pero al mismo tiempo proteger a los acreedores preconcursales a efectos de impedir una utilización abusiva de la figura.

PALABRAS CLAVE: financiamiento de rescate, recursos frescos, rescate de la empresa, derecho concursal.

Justification and means of protection of “rescue financing”

ABSTRACT: The modern trends of insolvency law have enhanced models that pursue corporate reorganizations, in order to grant tools that allow their effective development. One of the main obstacles in such objective is the problem to fulfil the liquidity require-

* Este trabajo se inscribe en el proyecto Fondecyt de Iniciación de Investigación n.º 11121139 (“Fundamentos dogmáticos de la visión privatista del derecho concursal”). Fecha de recepción: 19 de noviembre de 2013. Fecha de aceptación: 3 de marzo de 2014. Para citar el artículo: J. GOLDENBERG. “Justificación y fórmulas de protección al ‘financiamiento de rescate’”, *Revista de Derecho Privado*, Universidad Externado de Colombia, n.º 26, enero-junio de 2014, pp. 351-384.

** Doctor en Derecho por la Universidad de Salamanca. Licenciado en Derecho, Pontificia Universidad Católica de Chile. Profesor de Derecho Civil de la Facultad de Derecho de la Pontificia Universidad Católica de Chile, Chile. Contacto: jgoldenb@uc.cl

ments that are demanded for the continuity of the going concern. For such purpose, first based in a contractual approach, and, then, in legal regulation, some formulas have been created in order to protect "rescue financings". However, their logic must consider both the incentives given to those who grant fresh money to finance the rescue plans and, also, the protection of pre-insolvency creditors in order to impair an abusive use of the figure.

KEYWORDS: *Rescue financing, fresh money, corporate rescue, Insolvency Law.*

I. INTRODUCCIÓN

Las últimas tendencias del derecho concursal se han enfocado en ofrecer procedimientos colectivos tendientes a la maximización de las posibilidades de cobro por parte de los acreedores. Para estos efectos, los ordenamientos suelen presentarse como neutrales ante los instrumentos de renegociación o de liquidación, de manera que quede en manos de los principales interesados la decisión de la viabilidad de la empresa a efectos de ofrecer un mejor resultado económico. El problema resultará principalmente en aquellos aspectos en que se advierte que la negociación se enfrenta a ciertos problemas estructurales, usualmente referidos a la circunstancia de enfrentar a particulares con posiciones jurídicas y económicas heterogéneas, y a la necesidad de dotar de recursos a la empresa para permitir la continuidad de sus actividades.

Centrados en este último aspecto, el presente trabajo se divide en tres partes. La primera trata del contexto en el cual se enmarca el financiamiento de rescate, como es aquel que se refiere a la necesidad de mantener la empresa en funcionamiento habida cuenta de su valor económico y social, especialmente en aquellos casos en que se ha constatado su viabilidad y el ofrecimiento a los acreedores de una mejor expectativa de cobro. Luego, se revisa la necesidad de conceder alguna fórmula de protección a esta clase de financiamientos a efectos de promover su utilización en el marco de los planes de saneamiento de la empresa, y así evitar el comportamiento parasitario por parte de los acreedores preconcursales. Para concluir, se ofrece un panorama de las soluciones negociales y los modelos legales que han surgido para estos efectos.

II. CONTEXTUALIZACIÓN DEL FINANCIAMIENTO DE RESCATE EN EL DENOMINADO "PRINCIPIO DE CONSERVACIÓN DE LA EMPRESA"

1. Algunas notas sobre el denominado "principio de conservación de la empresa"

Siguiendo el esquema propuesto por BISBAL respecto a la evolución de los modelos normativos del derecho concursal¹, es evidente que el método de mercado ha sido

1 J. BISBAL MÉNDEZ, *Las empresas en crisis y el derecho de quiebras (una aproximación económica y jurídica a los procedimientos de conservación de empresas)*, Bolonia, Real Colegio de España, 1986, *passim*.

progresivamente corregido a fin de reconocer la posibilidad de preservar el valor económico y social de las empresas. El método de mercado puro consagraba la liquidación como principal fórmula de solución al dilema concursal, amparando el interés de los acreedores al pronto pago de la deuda y remarcando la idea sanitaria de la eliminación de aquellas empresas que, habida cuenta de la crisis, habrían demostrado su falta de competitividad. La corrección se ha fundamentado en la elaboración de métodos mixtos, que "rechaza[n] la conservación a ultranza de empresas inviables, sin desconocer las ventajas que para los acreedores pueden derivarse del saneamiento de la empresa en crisis frente a la liquidación, al menos cuando el valor de la empresa en funcionamiento es mayor que la suma de los valores de cada uno de sus elementos patrimoniales"². Este último modelo pondera los diversos intereses en juego, pero aún sitúa en su cúspide a aquellos referidos a la pretensión de cobro de los acreedores³. La finalidad conservativa ha quedado subordinada a las medidas que deben ser tomadas siempre en beneficio de los acreedores, tutelando el derecho de crédito bajo la orientación de la maximización de sus posibilidades de cobro⁴.

En este contexto, la solución norteamericana del *Chapter 11* del *Bankruptcy Code* (USC 11) ha constituido el gran paradigma de los modelos concursales reorganizativos, sustentándose en un juicio previo relativo a la viabilidad de la empresa. Pero debe observarse que el sistema norteamericano no hace pesar tal calificación únicamente en la voluntad de los acreedores, sino también en la ponderación judicial que debe homologar la decisión mayoritaria sobre la base de que esta sea viable y equitativa. Entonces, uno de los principales puntos para la aprobación judicial del acuerdo se referirá a la valorización de la empresa en funcionamiento y a la viabilidad del plan de rescate⁵, cuestión extremadamente compleja si se atiende a que se trata de un cálculo estimativo, diferente al que se propone en la liquidación de los activos⁶. La pretensión de reconocer el valor resultante de la reorganización supone la estimación de las expectativas de ingresos del deudor reorganizado⁷, o, en otras palabras, la evaluación de los activos de un negocio

2 M. ZABALETA DÍAZ, *El principio de conservación de la empresa en la Ley concursal*, Cizur Menor, Thomson Civitas, 2006, p. 30.

3 En este sentido debe entenderse la propuesta de T. H. JACKSON, *The logic and limits of Bankruptcy Law*, Cambridge, Londres, Harvard University Press, 1986, p. 2, cuando sostiene que la regulación concursal puede ayudar a la conservación de las empresas solo en la medida que "valgan más vivas que muertas" (trad. nuestra).

4 J.L. GOLDENBERG SERRANO, "Bases para la privatización del Derecho concursal", *Revista Chilena de Derecho Privado* n.º 20, 2013, p. 26.

5 E. WARREN, *Chapter 11: Reorganizing American Businesses*, New York, Wolters Kluwer, 2008, pp. 152-153.

6 JACKSON, ob. cit., p. 211.

7 Por ejemplo, *In re Consolidated Rock Products Co. v. Du Bois*, 312 U.S. 510 (1941), disponible en <http://caselaw.lp.findlaw.com/scripts/getcase.pl?court=us&vol=312&invol=510> [consultado el 14 de junio de 2013].

considerando su capacidad de generar ganancias efectivas⁸. Ahora bien, respecto a la equidad del plan, el ordenamiento norteamericano se estructura sobre la "*absolute priority rule*" (regla de prioridad absoluta), que, a su vez, se desdobra en: (i) el "*best interest test*", esto es, que la reorganización debe ofrecer a todo acreedor, salvo que cuente con su consentimiento, un pago superior al que habría conseguido mediante un procedimiento de liquidación (Cap. 7), y (ii) que los acreedores superiores deben ser pagados antes que los inferiores, a menos que hayan aceptado invertir el orden de prelación⁹.

2. Sobre las dificultades de la conservación de la empresa ante la falta de liquidez del deudor

Ahora bien, en el contexto del juicio de viabilidad de la empresa en crisis, una de sus principales dificultades se refiere a la posibilidad de superación de los problemas de liquidez que esta enfrenta¹⁰. Ello supone un escenario en que la inyección de nuevos recursos constituya un requisito indispensable para conservar el valor de la unidad en funcionamiento¹¹. En otras palabras, si el problema se presenta como coyuntural, vaticinando que la conservación de la empresa puede generar ingresos futuros que dejen en mejor posición de cobro al conjunto de sus acreedores, deberá advertirse también la alta probabilidad de que aquella necesite contar con medios de dotación de fondos suficientes para que la reorganización pueda efectivamente llevarse a cabo. Pero serán frecuentes los casos en que el deudor no pueda acudir a los mecanismos normales para conseguirlos. Desde la perspectiva de los aportes societarios (sea de los actuales o de nuevos socios), y en la medida que estos se considerarán financieramente como pasivos no exigibles, su alternativa implicará la exposición de un altísimo riesgo de pérdida, toda vez que los ordenamientos jurídicos ofrecen escasas tutelas a estas formas de obtención de recursos ante el eminente interés de otorgar una primera protección a los créditos que, en pureza, no forman parte del capital de riesgo. Por su parte, el riesgo ínsito en los métodos normales de financiamiento probablemente elevará las tasas de interés a un punto tal en que el deudor ya no se encuentre en posición de soportarlas, ni los acreedores estén dispuestos a que una parte considerable de los recursos generados por la continuidad del negocio se destine a efectuar pagos de intereses, no aún de capital, del financiamiento orientado al salvamento de la empresa.

8 P.V. PANTALEO y B.W. RIDINGS, "Reorganization value", *The Business Lawyer* n.º 51, 1995-1996, p. 420.

9 JACKSON, ob. cit., p. 214.

10 J. PULGAR ESQUERRA, *Preconcurso y acuerdos de refinanciación*, Madrid, La Ley, 2012, p. 420.

11 WARREN, ob. cit., pp. 68 y 69, enfatiza esta materia por la habitualidad de que los planes de reorganización de la empresa sean establecidos como medidas a largo plazo, de lo que resultará la necesidad de contar efectivamente con nuevas fuentes de financiamiento para la operatividad del negocio.

Adicionalmente, cabe considerar que el recurso al régimen de las garantías reales, como paliativos enfocados en la rebaja del mencionado riesgo, podrán no estar disponibles en atención a la probabilidad de que un número considerable de los bienes del deudor ya se encuentre sujeto a gravámenes, constituidos en razón de la propia operatividad del negocio, o de que, ya en el contexto de un eventual concurso, puedan ser objeto del ejercicio de las acciones revocatorias.

III. JUSTIFICACIÓN PARA EL OTORGAMIENTO DE UN TRATAMIENTO PROTECTOR AL FINANCIAMIENTO DE RESCATE

1. La concesión de incentivos al financiamiento de rescate

Comprendidos estos extremos resulta evidente que el fortalecimiento de los financiamientos de rescate potenciará la participación de entidades privadas, especialmente financieras, en el saneamiento de las crisis económicas. Al respecto, y en consideración a los riesgos antes apuntados, el tratamiento protector se logrará por medio de asegurar que, en caso de liquidación concursal, los fondos así obtenidos volverán pronta y seguramente a manos del financista, sin que se produzcan diluciones a favor de los demás acreedores. Ante las reglas de protección que suelen consagrar los procedimientos concursales respecto a los actos que han tenido lugar antes de su apertura, basados principalmente en el recurso a las acciones revocatorias, una primera tutela estará dada por la inmunidad de los actos y garantías que estructuran esta clase de refinanciamiento. Ello puede lograrse mediante la eliminación del presupuesto subjetivo que tiende a fundamentar su construcción, usualmente basados en los propósitos fraudulentos de las partes, o sea considerando que esta mecánica no puede dar lugar a un *eventus damni*, articulado a modo de un hecho que genera o agrava la insolvencia del deudor o un perjuicio a la masa activa¹². O, más extremo aún, lisa y llanamente eliminando la figura del listado de actos que pueden verse sujetos a impugnación. Por su parte, la disminución del riesgo del financista también se alcanzará en tanto se le conceda un mejor derecho para el pago de sus créditos, lo que se logrará mediante el fortalecimiento de su posición jurídica en la escala de prelación. Así, resulta indudable que tanto la subordinación voluntaria de los acreedores preconcursales como la concesión de un privilegio por parte del ordenamiento jurídico provocarán una traslación del riesgo a los acreedores preconcursales, y, consecuentemente, un aumento del valor relativo del crédito beneficiario en caso de liquidación¹³.

12 J. LÓPEZ SÁNCHEZ, *El proceso concursal*, Cizur Menor, Thomson Reuters-Aranzadi, 2012, p. 47.

13 Véase Segunda Parte (2.d) de la Guía Legislativa sobre el Régimen de la Insolvencia de la Comisión de las Naciones Unidas para el Derecho Mercantil Internacional, disponible en: http://www.uncitral.org/pdf/spanish/texts/insolven/05-80725_Ebook.pdf

Sin embargo, estas alternativas de resguardo deben atajar los posibles abusos en el uso de la herramienta para obtener un mayor control respecto a los destinos de los bienes del deudor o del concurso en sí, en razón del juego del principio mayoritario o de las condiciones impuestas para la dotación de recursos. Por ello, estas fórmulas estarán normalmente incardinadas en el marco de un procedimiento que admita la supervisión judicial o administrativa de la razonabilidad del negocio y la viabilidad del plan de salvamento estructurado en torno al financiamiento de rescate.

2. La necesaria coordinación de los incentivos a la financiación de rescate con la posición de los acreedores preconcursales

Dado que el efecto de la protección de este nuevo financiamiento puede disminuir los derechos de los acreedores preconcursales, la comprensión de esta técnica pasa por entender la forma de conciliar los intereses en juego y apreciar estos mecanismos tutelares desde el punto de vista de los eventuales beneficios que el rescate puede acarrear para aquellos. Al respecto, ya hemos indicado que la inyección de nuevos recursos resolverá un problema de liquidez de la empresa, permitiéndole la adecuada continuación de sus actividades. Ello, sujeto al juicio de viabilidad del plan de saneamiento, podría dejar a todos los acreedores –y no únicamente a aquellos que han decidido prestar un financiamiento de rescate– en una mejor posición, por cuanto se estima que los flujos resultantes de la citada continuidad permitirán un mejor pago a la masa de acreedores, especialmente si se contrasta con la alternativa de la liquidación (incluso, el desmembramiento) de los activos del deudor.

Al respecto, la maximización de las posibilidades de cobro puede ser económicamente caracterizada como un “bien público”. Ella no produce rivalidad (esto es, el beneficio obtenido por uno de los acreedores no disminuye las ventajas disponibles para los demás acreedores), ni sus “usos” resultan excluyentes (en la medida que no se hayan establecido medios para limitar tales ventajas al financista). De lo anterior resulta que bien puede presentarse una de las caras de la tragedia de los recursos comunes, caracterizado como el problema del parásito o *free rider*. Como explican LEVATTI, SUTTER y VAN DER HEIJDEN, cuando las decisiones son tomadas en el marco de una colectividad, cualquiera sea su origen, se enfrentarán necesariamente los intereses colectivos, basados en el mejor beneficio del grupo, con las pretensiones privadas de los individuos, que, racionalmente, buscarán efectuar los menores esfuerzos posibles si sus frutos no les son asignados en exclusiva sino que se distribuyen entre los miembros de la colectividad¹⁴. De lo anterior

14 M.V. LEVATTI, M. SUTTER y E. VAN DER HEIJDEN, “Leading by example in a public goods experiment with heterogeneity and incomplete information”, *The Journal of Conflict Resolution*, vol. 51, n.º 5, 2007, p. 793.

resulta que en el juego de los bienes públicos el comportamiento estratégico de los miembros podrá estar fuertemente determinado por la forma de distribución de los beneficios, en este caso, dispersos ante la ausencia de rivalidad y exclusividad¹⁵, y del conocimiento previo por parte de tales actores de las reglas que se aplicarán para efectuar dicha distribución. Aplicando el modelo anterior a la idea del financiamiento de rescate, las reglas de distribución estarán a disposición de las partes en la medida que se refieren a las normas de prelación de créditos y a la eventual revocación de las garantías constituidas para aminorar el riesgo. Conociendo los agentes que su crédito podrá ser considerado como ordinario o común en un eventual concurso, resultará que el individuo que pretenda otorgar nuevas fuentes de financiamiento conocerá *ex ante* que sus esfuerzos particulares se distribuirán entre todos los acreedores, sin lograr capturar para sí las ventajas creadas por la dotación de recursos.

Este resultado puede ser asimismo explicado desde la idea de las externalidades positivas. Desde el punto de vista de la oferta, solo el otorgamiento de derechos exclusivos sobre los beneficios que pueden obtenerse en razón de la mejora de las posibilidades de cobro constituiría un incentivo real para su práctica. Si no se permite tal exclusividad, los agentes económicos no estarán normalmente dispuestos a la inyección de recursos puesto que los resultados positivos que de este provengan se verán diluidos en la colectividad de acreedores que no ha estado dispuesta a asumir costo o riesgo alguno en razón del nuevo financiamiento. Ello se presentará de manera similar a la que ofrecen los "recursos comunes", en que, "bajo el régimen de acceso libre, los usuarios prefieren explotar los recursos en forma natural, sin mejorarlos", lo que conlleva el riesgo de desinversión¹⁶.

Ahora bien, el fallo de mercado que implican las externalidades positivas puede ser resuelto en la medida que se establezca alguna fórmula para que los beneficiarios externos (o "parásitos") internalicen su costo, a modo de retribución a quien ha generado el beneficio. En un escenario en que no existiesen costos de transacción ello sería admisible por la sola lógica de la negociación, en la que los terceros estarían dispuestos a efectuar alguna suerte de pago a quien realiza la inversión, a modo de incentivar su práctica. Trasladado esto a la lógica crediticia, el resultado no suele resolverse por medio de un pago directo, sino en la concreción de un mejor derecho a favor del acreedor financiero, inmunizando sus garantías, al tiempo que también logre una adecuada tutela por medio de una mejor posición en la escala de prelación de créditos.

15 Sobre la relevancia de la ausencia de rivalidad y la distribución de los beneficios en la comprensión del dilema social generado por los bienes públicos, véase J. APESTEGUIA y F.P. MAIER-RIGAUD, "The role of rivalry: public goods versus common-pool resources", *The Journal of Conflict Resolution*, vol. 50, n.º 5, 2006, p. 648.

16 F.P. MÉNDEZ GONZÁLEZ, *Fundamentación económica del derecho de propiedad privada e ingeniería jurídica del intercambio impersonal*, Cizur Menor, Civitas-Thomson Reuters, 2011, pp. 40 y 41.

IV. FORMAS DE PROTECCIÓN DE LOS FINANCIAMIENTOS DE RESCATE

1. La tutela negocial por medio de los acuerdos de subordinación

Las justificaciones antes indicadas son las que dieron origen a una primera reacción por parte del mercado financiero a fin de lograr una tutela al "fresh money". Sin contar con cobertura legal expresa, ella se articulaba a modo de una protección de carácter puramente convencional por medio de la celebración de los denominados "acuerdos de subordinación" ("*subordination agreements*"). Al respecto cabe indicar que, históricamente, el nacimiento de la figura de la subordinación voluntaria de créditos se encuentra en la pretensión del rescate de las empresas en crisis como fórmula para estimular técnicas de refinanciamiento¹⁷. Su construcción original, esbozada por la práctica financiera norteamericana en el contexto de la crisis económica de 1929^[18], se articuló como una exigencia establecida por los nuevos financistas para prestar "dinero fresco" al deudor en crisis, pasando por una posposición particular de los créditos ya existentes, especialmente aquellos de titularidad de las personas relacionadas al deudor¹⁹ o de los acreedores ordinarios. Ello puesto que, en caso de quiebra, como demuestran JACKSON y SCOTT, son estos quienes probablemente promoverán la continuación de la empresa dada su escasa posibilidad de cobro en un escenario liquidatorio²⁰.

Un primer problema de análisis resultará de las dificultades técnicas que implica realizar el juicio de viabilidad de la empresa reestructurada al que hacíamos referencia en la segunda sección de este artículo, juicio que se dificultará aún más si se deben tener en cuenta las consecuencias del otorgamiento del financiamiento de rescate y la decisión de subordinación de los créditos por vía negocial. En un modelo íntegramente extrajudicial, por supuesto, inorgánico, ello supondrá la necesidad de convencer a los acreedores, y especialmente a los de carácter externo, de las ventajas de la fórmula ideada para el rescate, sobre la base de un mecanismo que no ofrece soluciones a los problemas de asimetría informativa. En cualquier

17 Sobre el particular, véase P.R. WOOD, *The law of subordinated debt*, London, Sweet & Maxwell, 1990, p. 3, quien establece como una de las finalidades típicas de la subordinación la búsqueda de la supervivencia de la empresa sin necesidad de seguir los procedimientos formales de rehabilitación o liquidación de la empresa.

18 Véase J. FERRÉ FALCÓN, *Los créditos subordinados*, Cizur Menor, Thomson Reuters, 2006, p. 221; A. PAVONE LA ROSA, "Titoli 'atipici' e libertà di emissione nell'ambito delle strutture organizzative della grande impresa", en *Ricapitalizzazione delle banche e nuovi strumenti di ricorso al mercato*, Giuseppe B. Portale, dir., Milano, Giuffrè, 1983, p. 455, y R. SEBASTIÁN QUETGLAS, "Financiaciones subordinadas", *Cuadernos de Derecho y Comercio* n.º 9, 1991, p. 146.

19 En este sentido, como señala T.M. ARAYA, *Subordinación de créditos en los negocios jurídicos*, Buenos Aires, Ábaco, 1999, p. 89, los acreedores relacionados no solo tendrán interés en la concesión del nuevo crédito como modo de aumentar indirectamente sus posibilidades de cobro, sino especialmente por su interés en la conservación de la empresa.

20 T.H. JACKSON y R.E. SCOTT, "On the nature of bankruptcy: An essay on bankruptcy sharing and the creditors' bargain", *Virginia Law Review*, vol. 75, n.º 2, 1982, p. 158.

caso, debe entenderse que estos acuerdos serán configurados como "negocios de subordinación particular", en el sentido de que los acreedores subordinados únicamente aceptarán la degradación de sus créditos respecto a la entidad que ha concedido nuevos fondos²¹, y no en relación a todos los demás acreedores del deudor (como los que ofrecen los mecanismos de "subordinación general")²². En la práctica, ello implicará que, en caso de que fuere necesario hacer aplicables las reglas de prelación de créditos, el valor relativo de los créditos particularmente subordinados no se diluirá en el resto de la masa pasiva, sino que únicamente contribuirá al pago del crédito beneficiario, hasta su total extinción²³. Así, desde la perspectiva del acreedor financiero, la subordinación representará una forma especial de garantía, en el sentido de que el negocio reforzará sus posibilidades de pago. Ahora bien, desde la óptica de los acreedores subordinados, la lógica supone reconocer el refinanciamiento como un escenario que supera sus expectativas de cobro ante la alternativa de la apertura de un proceso de liquidación, permitiendo la degradación de sus créditos bajo la esperanza de que tal regla de subordinación nunca llegue a tener operatividad. Y, ya finalmente, el deudor podrá obtener un financiamiento que parece esquivo, incluso a un costo menor, en atención a la reducción del riesgo al que se ve expuesto el financiero²⁴.

- 21 A diferencia de los negocios de subordinación general empleados en situaciones de crisis (J. L. GOLDENBERG SERRANO, *La subordinación voluntaria de créditos*, Cizur Menor, Thomson Reuters-Aranzadi, 2011, pp. 98-99), la subordinación particular no pretende hacer desaparecer supuestos de sobreendeudamiento ni fortalecer los recursos propios del deudor, sino solamente incentivar nuevas financiaciones que inyecten los recursos necesarios para la recuperación del negocio.
- 22 La estructura de la subordinación general, esto es, la que propone una posposición respecto a todos los demás acreedores del deudor, también puede ser utilizada a efectos de solución de la crisis patrimonial. Por una parte, por medio de la degradación de una cierta clase de créditos (normalmente de personas cercanas al deudor) a efectos de incrementar la posibilidad de que el deudor contraiga nueva deuda como si los créditos subordinados se considerasen recursos propios de la empresa; o utilizando figuras típicamente subordinadas, como los préstamos participativos reconocidos en los ordenamientos francés y español, con idéntico fin. Pero la diferencia de estos supuestos con el tratamiento de la subordinación particular de la que tratamos es que ellos permiten un fortalecimiento de la posición de todos los acreedores (presentes y futuros) del deudor, no constituyendo una garantía que incite un cierto tipo de financiamiento. De tal suerte, el efecto financiero común de la subordinación voluntaria general será el constituir híbridos financieros (o cuasi-capital), a modo de un mejor soporte a la totalidad de los endeudamientos contraídos por la empresa (GOLDENBERG SERRANO, *La subordinación voluntaria*, cit., 98 y 99).
- 23 Efecto al cual la práctica norteamericana vino en denominar "double dividend" o "double dip", a fin de dar cuenta de que la regla de subordinación particular no implica la pérdida de la categoría del crédito en la escala del concurso, sino solo en referencia al crédito beneficiario (D. VATTERMOLI, *Crediti subordinati e concorso tra creditori*, Milano, Giuffrè, 2012, pp. 17-22. Sobre las diversas alternativas de cálculo de dicho dividendo, véase J. L. GOLDENBERG SERRANO, "Los negocios de subordinación particular", *Anuario de Derecho Concursal* n.º 23, 2011, pp. 147-155).
- 24 De este modo, normalmente se tratará de financiamientos a corto plazo, con una serie de cláusulas adicionales que protejan fuertemente la posición del financiero, normalmente un banco o sindicato de bancos, dependiendo de la magnitud del plan de refinanciación.

Pero cabe destacar que esta solución negocial sigue presentando problemas desde la teoría de los "bienes públicos". Por una parte, los beneficios que representa la posibilidad de rescate solo serán asignados en exclusiva al nuevo financista en la medida que todos los acreedores estén dispuestos a suscribir acuerdos de subordinación. Si alguno de ellos no lo hiciera, igualmente se producirá el problema del parásito, en la medida que no existan medios coercitivos para imponer tal conducta. Ello podrá dar lugar a un comportamiento estratégico por parte de un cierto grupo de acreedores, en tanto comprendan que los principales interesados en el rescate de la empresa serán sus acreedores internos y, tal vez, los acreedores ordinarios. Pero, conseguido un número adecuado de acuerdos como para ofrecer una garantía suficiente al nuevo financista, bien podrá optar por la negativa. La posibilidad de obstrucción se reflejará especialmente por la ausencia de colectivización de intereses, en la medida que, fuera de un procedimiento concursal, no suelen establecerse fórmulas para hacer vinculante el voto mayoritario a las minorías que ofrecen el obstáculo, dando cuenta de un aumento de los costos de transacción. Asimismo, debe considerarse que el dilema social que producen los bienes públicos se incrementa en la medida en que crece el grupo a quienes se asignaría el beneficio del nuevo financiamiento²⁵. Ello puesto que la posibilidad de comportamiento parasitario se presenta de modo más evidente en cuanto sus miembros puedan observar a otros que tengan un mayor interés en el rescate o estén en mejores condiciones para soportar los sacrificios que de él provengan.

2. La tutela legal del financiamiento de rescate

Atendidas las dificultades que presenta un modelo negocial de protección cabe preguntarse sobre la posibilidad de articular mecanismos legales para obtener un similar resultado. Las principales diferencias de esta alternativa no estarán particularmente dadas por la clase de protección concedida, que seguirá girando en torno a la idea de privilegiar el pago de esta clase de créditos, sino especialmente por la posibilidad de que esta sea impuesta legal o judicialmente, eliminando el problema de los costos de transacción. No obstante, cabe considerar que su reconocimiento legislativo debe ponderar adecuadamente la posición de todas las partes involucradas.

Estos contratos incluyen estrictas cláusulas de vencimiento anticipado (por cambios de control, cambios en la administración, incumplimiento de ciertos *ratios* financieros, etc.), limitaciones en el ejercicio de la actividad del deudor (referidos, p. ej., a la constitución de nuevas garantías o la contratación de nuevo endeudamiento, la celebración de cierta clase de contratos riesgosos y la distribución de dividendos) y supervisión en el uso de los fondos (P.R. WOOD, *Principles of international insolvency law*, London, Sweet & Maxwell, 2007, pp. 675-676).

25 P. PECORINO, "Public goods, group size, and the degree of rivalry", *Public Choice*, vol. 138, n.º 1 y 2, 2009, pp. 161-162.

La tutela de esta clase de financiamientos no se enmarca en un modelo gubernativo del concurso, sino siempre en el contexto de la conservación de la empresa subordinada a la correcta tutela del crédito. En sistemas de mercado mixto, esta forma de protección no cambia necesariamente la jerarquía de las finalidades de la legislación concursal, en tanto siga buscando la máxima satisfacción de los acreedores propiciada por el nuevo financiamiento²⁶. Ello implica que el principal problema del tratamiento tutelar de los financiamientos de rescate reside en que la protección puede afectar las expectativas de cobro por parte de los demás acreedores, de lo que resultará necesario que el tratamiento privilegiado sea funcional al objetivo general de protección del crédito. Lo anterior se ha estructurado con la consagración de ciertos requisitos legales para que determinados tipos de financiamiento obtengan la protección, poniendo especial énfasis en su vinculación con el juicio de viabilidad de la propuesta²⁷. A continuación presentamos algunos ejemplos de tales regulaciones.

*a. El precedente norteamericano del financiamiento de rescate:
la posibilidad del "post-petition financing"*

Un primer antecedente regulatorio de la tutela del "fresh money" se encuentra en el derecho norteamericano, en el que se admiten varias fórmulas que propician la obtención de crédito por parte del deudor (en los esquemas del *debtor-in-possession*) o del *trustee* (en los demás casos) para la continuidad del negocio, genéricamente denominados "post-petition financing"²⁸. La protección, eso sí, se concede dentro del marco de un procedimiento concursal y no como una solución preventiva extrajudicial, en atención a que el ordenamiento norteamericano no ofrece una regulación particular para los denominados "private workouts"²⁹. Esta idea admite el tratamiento preferente de los créditos incardinándolos en la finalidad de rescate de la empresa, requiriendo de la supervisión por parte del tribunal para que no sea utilizada abusivamente por las partes y atendiendo especialmente a la posición de los demás acreedores del deudor. Así, bien podría pensarse que la alternativa de los "acuerdos de subordinación" parece bastante más simple, al tiempo que permanece ajena a los medios de control establecidos por el legislador. Entonces, no sería necesario cumplir con los filtros normativos, que –conforme advierte MCCORMACK– se han aplicado estrictamente por parte de los tribunales en el sentido

26 PULGAR ESQUERRA, *Preconcuralidad*, cit., pp. 430-431.

27 *Ibíd.*, pp. 431-432.

28 Aunque debe observarse que D.A. SKEEL JR. ("The past, present and future of debtor-in-possession financing", *Cardozo Law Review* n.º 25, 2004, pp. 1905 y 1908-1913) advierte de la existencia de incentivos para la refinanciación en el siglo XIX, en el contexto de la reorganización de las líneas ferroviarias.

29 M. WHITE, "Bankruptcy law", en *Handbook of Law and Economics*, A. MITCHELL POLINSKY y S. SHAVELL, eds., Reino Unido, North Holland, Elsevier, 2007, pp. 1011-1072.

de comprobar que el valor de la garantía será suficiente para la cobertura de la antigua y de la nueva deuda³⁰. Pero esta alternativa supondría convencer a todos los demás acreedores del deudor de las fortalezas del plan de refinanciamiento y de la conveniencia de la posposición de sus créditos a favor del nuevo financista.

Al respecto, cabe indicar diversas fórmulas consagradas en el ordenamiento concursal norteamericano a efectos de ofrecer medios de liquidez a la empresa que pretende ser rescatada en el marco del Capítulo 11 del *Bankruptcy Code*, dando cuenta, eso sí, de que se trata de los únicos mecanismos admisibles para la obtención de créditos con posterioridad a su apertura³¹. En cualquiera de tales casos, la lógica se circunscribe a la finalidad del procedimiento de reorganización, que pretende buscar acuerdos entre el deudor y sus acreedores, permitiendo la recuperación de la empresa, pero siempre teniendo a la vista una efectiva protección de los derechos de los acreedores preconcursales³². Pero queremos poner énfasis en su nivel más extremo³³, en que el tribunal puede incluso permitir la contratación de nuevos créditos con una garantía de rango superior a las ya existentes (§ 364(d) *USC 11*), siempre que el *trustee* logre comprobar al tribunal que no ha podido obtener otro tipo de crédito y que se protegerá de alguna manera la posición del acreedor cuya garantía resultará subordinada³⁴.

- 30 MCCORMACK, Gerard, *Corporate Rescue Law: An Anglo-American Perspective*, Cheltenham, EDWARD EDGAR, 2008, p. 185.
- 31 R. McCULLOUGH, "Analysis of bankruptcy code section 364(d): When will a court allow a trustee to obtain post-petition financing granting a superpriority lien", *Commercial Law Journal*, n.º 93, 1988, p. 189. Lo anterior justificado, como expresa WARREN (ob. cit., p. 68), en que la apertura del concurso, aun en caso del *debtor-in-possession*, implicará ciertas restricciones relativas a la administración de los negocios, especialmente a modo de protección de los intereses de los acreedores.
- 32 P. VAN ZANDT COBB, "Initial financing restrictions in Chapter xi bankruptcy proceedings", *Columbia Law Review*, vol. 78, n.º 8, 1978, p. 1684. De hecho, la tutela del tribunal sobre la lógica del acuerdo lleva a que su homologación judicial no solo requiera de la constatación de haber alcanzado las mayorías suficientes, sino especialmente que el tribunal determine independientemente que el acuerdo ha sido establecido en su mejor beneficio.
- 33 PULGAR ESQUERRA, *Preconcursalidad*, cit., p. 427, clasifica las demás alternativas conforme al grado de privilegio otorgado, de tal modo que una tutela menor se encuentra en los casos en que pueden obtenerse recursos dentro del curso ordinario de los negocios del deudor, supuesto en el cual no se requiere de una obtención específica del tribunal por cuanto se tratará como un gasto administrativo del procedimiento (§ 364 (a) y (b) *USC 11*); y una tutela mayor, referida a la obtención de autorización judicial para lograr una preferencia basada en la constitución de garantías sobre bienes que no se encuentran sujetos a gravamen alguno al tiempo de su constitución (§ 364 (c) *USC 11*). Este último supuesto puede ser de difícil constatación por cuanto un número importante de los bienes del deudor probablemente estarán gravados, por lo que su operatividad se apreciará principalmente en relación con los bienes que se han incorporado al patrimonio del deudor con posterioridad a la apertura del concurso, como es el caso en que los nuevos recursos son utilizados precisamente para la compra de activos (VAN ZANDT COBB, ob. cit., p. 1687).
- 34 Sobre los problemas relativos a la oportunidad en la que el *trustee* efectúa la solicitud y, especialmente, respecto a la necesidad de audiencia a los demás acreedores, véase McCULLOUGH, ob. cit., p. 190.

Sobre estos requisitos, el primero atiende a un criterio de residualidad y excepcionalidad, en el sentido de que se pretende incitar la búsqueda de nuevas fuentes de financiamiento que no lleguen al extremo de alterar las reglas de prelación ya existentes. Ello, a pesar de que la tendencia de los tribunales ha sido satisfacerse con la prueba presentada por el *trustee* en relación a sus fallidos intentos de conseguir recursos, sin apreciar, en abstracto, la existencia de otras opciones de obtención de liquidez³⁵. El segundo criterio, sin embargo, ofrece mayores dudas al no establecerse parámetros objetivos para que el juez autorice el nuevo financiamiento bajo la comprensión de que este realmente ofrezca un medio de protección a los acreedores³⁶. Al respecto han de coordinarse dos extremos: (i) la protección del *fresh money* debe justificarse en sus beneficiosos efectos para la continuidad del negocio, al tiempo que aprovecha a los demás acreedores alejando al deudor de la catástrofe de la liquidación. Como señala WOOD, la preferencia otorgada a los créditos que resulten del "*post-petition financing*" necesariamente implica una subordinación judicial impuesta al resto de los acreedores, quienes consecuentemente se expondrán a un mayor nivel de riesgo³⁷; pero este será el "precio" que los demás acreedores deben pagar a efectos de propiciar el salvamento de la empresa, bajo la idea del control del acreedor parásito antes explicado; y (ii) la existencia de un principio de neutralidad, que expresa que el concurso no debe variar gravemente los derechos que los acreedores tenían fuera de aquel, sino solo aquellos que resultan necesarios para la coordinación de posiciones y la mejor tutela colectiva del crédito, a efectos de no generar comportamientos estratégicos por parte del deudor y de los acreedores al tiempo de decidir entrar o no en concurso³⁸. Apreciando lo anterior, el régimen de los financiamientos concursales debe asegurar el derecho de los acreedores garantizados. Por ello, el § 361 *USC 11* exige que la protección del nuevo financiamiento sea compensada con una indemnización a favor del acreedor garantizado, por ejemplo, mediante el pago de ciertas sumas de dinero, su reemplazo por otra garantía u otra medida semejante.

35 *In re Snowshoe Co., Inc.*, 789 F.2d 1085 (4th Cir. 1986).

36 De hecho, y a fin de resolver el punto, *In re Snowshoe Co., Inc.*, 789 F.2d 1085 (4th Cir. 1986) aplicó el criterio establecido en la § 361 (3) *USC 11*, en el sentido de que se trata de una cuestión fuertemente vinculada con el supuesto fáctico detrás del caso, y en la credibilidad de los testigos, en este caso, el propio *trustee* que solicitó la correspondiente autorización. Para una crítica sobre este criterio, véase MCCOLLOUGH, ob. cit., pp. 191-192.

37 WOOD, *Principles*, cit., p. 719.

38 En general, este planteamiento supone que el concurso tiene por principal finalidad ofrecer un foro único de solución a la colectividad de acreedores, pero siempre coordinando sus posiciones jurídicas obtenidas al margen del concurso. En este sentido, no es necesariamente el concurso el que justifica la valoración comparativa de los créditos, puesto que la alteración de las reglas previamente establecidas puede dar lugar a incentivar o desincentivar la apertura del concurso dependiendo de la mejor o peor posición que podría obtenerse en el mismo. Véase R. GOODE, *Principles of corporate insolvency*, Queen and Mary and Westfield College, University of London, Centre for Commercial Law Studies, Londres, Sweet & Maxwell, 1990, p. 59.

Ahora bien, también debemos referirnos al origen del financiamiento, especialmente para la comprensión de su objetivo. El otorgante bien puede ser un acreedor preconcursal, caso en el cual deberá revisarse si por medio de esta nueva concesión de crédito pretende obtener un mayor control sobre el deudor³⁹, o, incluso, una mejora en la posición de sus créditos adquiridos con anterioridad al concurso mediante la técnica del "cross-collateralization". Si bien la posibilidad de extender la nueva garantía a los créditos anteriores puede parecer un medio efectivo para inducir al otorgamiento de nuevos créditos⁴⁰, este hecho podría implicar un evidente deterioro en la posición jurídica de los demás acreedores preconcursales⁴¹, basado esta vez en la transferencia indebida de recursos por cuenta del deudor al pago de créditos ya constituidos.

Por su parte, en caso de que el financista no haya tenido un vínculo previo, debe explorarse la posibilidad de que se trate de "loan-to-control DIP", lo que implica que el nuevo acreedor no solo condicionará el otorgamiento del crédito a su mejor posición crediticia, sino especialmente a obtener el control del deudor por medio de una mayor injerencia en sus órganos de administración⁴². Dado que los esquemas del *debtor-in-possession* permiten la conservación de la administración en manos del deudor, esta posibilidad ha sido puesta en entredicho, por ejemplo, en el caso de U.S. Air, donde la entidad financiera (*Retirement Systems of Alabama*) ofreció el otorgamiento de fondos a cambio de cinco de los quince cargos del directorio, y un 37,5% del capital accionario⁴³.

b. El tratamiento privilegiado del "argent frais" en el marco del derecho francés

Un segundo ejemplo lo encontramos en el privilegio concedido en el artículo L.611-11 del *Code de Commerce* francés, conforme al cual las personas que, en virtud del "acuerdo homologado", hubieran concedido al deudor una nueva aportación de tesorería con el fin de permitir la continuidad de la actividad de la empresa y su mantenimiento, serán reembolsadas preferentemente respecto a los demás

39 PULGAR ESQUERRA, *Preconcursalidad*, cit., p. 427, describe este supuesto como uso defensivo de la financiación postconcursal, poniendo especial atención en el control del concursado por medio de la incorporación de obligaciones de hacer y no hacer (*covenants*) y restricciones financieras (*financial covenants*). Sobre el particular, SKEEL JR., ob. cit., pp. 1906-1907, explica que al tiempo que el *Bankruptcy Code* eliminó la obligatoriedad de designar un *trustee* (*debtor-in-possession*), el refinanciamiento concursal ha sido utilizado por las entidades financieras con el propósito principal de incidir en la conducción de los negocios del deudor, lo que no les era permitido desde las reformas introducidas en 1938.

40 VAN ZANDT COBB, ob. cit., p. 1688.

41 Y en este sentido, en las oportunidades en que ha sido aceptada por parte de los tribunales (p. ej., *In re Texlon Corp*, 3 (*Bankr. Ct. Dec. 1013* (B.J.S.D.N.Y. 1977)), estos mismos han reconocido (*self-castigating dicta*) que no repetirían tal actitud. Véase VAN ZANDT COBB, ob. cit., p. 1689).

42 PULGAR ESQUERRA, *Preconcursalidad*, cit., p. 428.

43 SKEEL JR., ob. cit., pp. 1920-1921.

créditos contraídos antes del inicio del procedimiento de conciliación⁴⁴. Sobre esta posibilidad, GARCÍA-CRUCES agrega que la tutela al "fresh money" debe considerar "toda la temática relativa al juicio de conveniencia que se hiciera respecto de la publicidad de estos acuerdos, o la regulación de un procedimiento de negociación que asegurara la adecuada tutela de todos los intereses afectados y que pudiera prever la necesaria homologación judicial"⁴⁵.

Asimismo, y conforme explica JACQUEMONT, este privilegio, aplicable en caso de apertura de un procedimiento concursal ("*sauvegarde*", "*redressement judiciaire*" o "*liquidation judiciaire*"), está sujeto a dos órdenes de requisitos: en primer lugar, está reservado a los nuevos "aportes en tesorería", entendidos como los recursos obtenidos por una fuente diversa al aporte de capital efectuados con el fin de asegurar la continuidad de la empresa; y, luego, que el aporte sea una pieza integrante de las negociaciones alcanzadas en el marco de un "acuerdo homologado"⁴⁶. En relación con este segundo aspecto, cabe añadir que el procedimiento de *conciliation* consagrado en el Código de Comercio francés pone especial énfasis en la construcción de un sistema legalmente organizado para facilitar la negociación entre el deudor y sus principales acreedores⁴⁷. Ello puesto que la legislación francesa, en el contexto de las medidas ofrecidas para la prevención de la insolvencia, ofrece un mecanismo judicialmente tutelado para que las partes puedan llegar a acuerdos dirigidos a la conservación de la empresa, al término de la crisis económica y a la mantención del empleo. Sin embargo, en el régimen francés, los acuerdos alcanzados entre el deudor y sus acreedores en el marco de la *conciliation* no requieren —a efectos de su validez— de su homologación por parte del tribunal, sino únicamente de la constatación judicial del hecho de que el deudor no se encuentre actualmente en una situación de cesación de pagos, que ameritaría el pronto inicio de una solución concursal, o que, de existir, haya sido convenientemente resuelta por la aplicación del propio acuerdo (art. 611-8 del *Code de Commerce*). Pero su homologación, en la que el tribunal sí debe llevar a cabo un examen de fondo del acuerdo, conlleva

44 Al mismo régimen se sujetan los créditos de las personas que, en virtud del "acuerdo homologado", aporten un nuevo bien o servicio con el fin de garantizar la continuidad de la actividad de la empresa y su mantenimiento (art. L.611-11 del *Code de Commerce*).

45 J. A. GARCÍA-CRUCES GONZÁLEZ, *La reforma de la Ley concursal. Una primera lectura del Real Decreto-ley 3/2009*, JOSÉ ANTONIO GARCÍA CRUCES y JAVIER LÓPEZ SÁNCHEZ, dirs., Cizur Menor, Thomson Reuters, 2009, p. 40.

46 A. JACQUEMONT, *Droit des entreprises en difficulté*, Paris, Lexis Nexis, 2009, p. 66.

47 La Ley de 26 de julio de 2005 vino a reemplazar el estatuto jurídico aplicable al modelo de los acuerdos extrajudiciales consagrado previamente en la Ley de 1º de marzo de 1984, bajo la formulación del *règlement amiable*, que, a su vez, había sido modificada por la Ley de 10 de junio de 1994 a efectos de incrementar las facultades del tribunal, especialmente en lo que se refiere a la suspensión de las ejecuciones individuales y la homologación del acuerdo concluido. Para un análisis de este mecanismo previo, sobre el cual toma su base el procedimiento de conciliación vigente, véase G. RIPERT y R. ROBLOT, *Droit commercial*, t. II, 17ª ed. actualizada por PHILIPPE DELEBECQUE y MICHEL GERMAIN, Paris, LGDJ, 2004, pp. 847-854.

ciertas ventajas para los acreedores, como la inmunidad revocatoria⁴⁸ y el otorgamiento de la citada preferencia al "*argent frais*". Ello, producto de la publicidad del acuerdo alcanzado⁴⁹ y la verificación del cumplimiento de ciertos requisitos por parte del tribunal. De este modo, el artículo L.611-8.II del *Code de Commerce* señala las siguientes condiciones adicionales para proceder a la homologación: (i) que los términos del acuerdo sean susceptibles de garantizar la continuidad de la actividad de la empresa, y (ii) que el acuerdo no perjudique los intereses de los acreedores no firmantes del mismo, sin perjuicio de la posible aplicación de los artículos 1.244-1 a 1.244-3 del Código Civil francés, referidos a la posibilidad de aplazamiento judicial del pago.

c. *El tratamiento privilegiado del "dinero fresco" en el ordenamiento italiano*

LO CASCIO expresa que la nueva disciplina en el tema del financiamiento de la empresa en el *concordato preventivo* no ha sido considerada como un elemento extraño a la finalidad del instituto, sino que se introduce como una regulación idónea para asegurar una tutela indubitada a favor de aquellos que han concedido un financiamiento a la empresa en el contexto del concurso⁵⁰. Referencia esta que debe ser reconducida al inusitado impulso que las últimas reformas a la *Legge Fallimentare* ("LF") han dado a la autonomía privada en el marco del derecho concursal⁵¹, y a la situación del interés satisfactorio de los acreedores como principal finalidad de todos sus instrumentos⁵². Así, la protección a la *nuova finanza* debe ser siempre entendida como una fórmula que concilia la protección del financista con el interés de los acreedores preconcursales de obtener, por su intermedio, una mejor expectativa de cumplimiento. Las dificultades devendrán de la técnica legislativa utilizada para conciliar los intereses involucrados y las continuas revisiones que

48 Conclusión a la que se arriba considerando que, salvo el caso de fraude, el tribunal no puede fijar una fecha de cesación de pagos anterior a la sentencia de homologación del acuerdo amistoso (art. L.631-8).

49 A. MARTIN-SERF y J.-L. VALLENS, "Les 'effets pervers' de la loi de sauvegarde des entreprises", *Revue trimestrielle de droit commercial et de droit économique* n.º 3, 2007, pp. 605-606. PULGAR ESQUERRA, *Preconcursalidad*, cit., pp. 91-93, advierte, en este sentido, que uno de los puntos cruciales en la comprensión de la solución francesa gira en torno a la idea de la confidencialidad del acuerdo constatado, y la publicidad del acuerdo homologado, haciendo necesaria tal publicidad precisamente por los efectos reflejos del acuerdo en la posición de los acreedores no signatarios.

50 G. LO CASCIO, *Il concordato preventivo*, Milano, Giuffrè, 2011, p. 173.

51 O, como agrega A. MAFFEI ALBERTI, *Commentario breve alla Legge fallimentare*, Milano, Cedam, 2013, p. 1272, ello no es sino corolario de la necesaria adecuación normativa ante el cambio de la lógica preponderante en el texto original de la LF, que abogaba por la liquidación como principal orientación normativa del derecho concursal italiano.

52 S. AMBROSINI, "I finanziamenti bancari alle imprese in crisi dopo la riforma del 2012", *Il Diritto fallimentare e delle società commerciali*, año LXXXVII, n.º 5, 2012, p. 477.

ha debido realizar el legislador italiano para dar un acabado tratamiento a estas técnicas de rescate.

Sobre el particular, cabe indicar que, por medio de las mentadas reformas a la legislación concursal italiana, presenta esta una de las formulaciones más completas y pormenorizadas en lo que se refiere al financiamiento de rescate, sea en el contexto de un concordato preventivo o de un acuerdo de reestructuración de deudas⁵³, para lo cual deben conciliarse los términos de los artículos 67.3, 111, 182-*quater* y 182-*quinquies* LF⁵⁴. De la lectura de dichas normas cabe distinguir ciertas fórmulas típicas de financiamiento cuya referencia específica dependerá esencialmente del momento en que cronológicamente ha sido efectuado, de lo cual puede desprenderse su calificación general como financiamientos funcionales a la presentación del concordato preventivo o acuerdo de reestructuración de deuda, o de ejecución en el marco de un instrumento ya acordado. En todos los casos, sin embargo, el efecto será paralelo, y estará dado por la inmunidad revocatoria (art. 67.3, lits. d) y e) LF) y por la calificación del crédito resultante del financiamiento como prededucible en un supuesto liquidatorio posterior (art. 111 LF)⁵⁵.

Sobre el particular, el artículo 48 del Decreto Ley 78, de 31 de mayo de 2010, convertido por medio de la Ley 122, de 30 de julio de 2010, introdujo a la legislación italiana el artículo 182-*quater*, referido a la predeductibilidad de los créditos resultantes del financiamiento destinado a la reestructuración de la

53 Sin ser materia del presente estudio, cabe hacer una breve referencia a los acuerdos de reestructuración de deudas reconocidos en el artículo 182-*bis* LF. Se trata de un acuerdo privado suscrito entre el deudor y al menos el 60% de sus acreedores, destinado a la reorganización de las obligaciones y contratos suscritos por la empresa, considerando conjuntamente la integridad del patrimonio del deudor. En tal caso, la protección reforzada dada por el ordenamiento italiano se orientará en dos sentidos: *por una parte*, se protegerá la negociación limitando el ejercicio de acciones cautelares o ejecutivas, previo depósito en el tribunal de cierta documentación informativa, de la propuesta específica de acuerdo y la declaración de un experto en términos paralelos a los indicados para el plan de saneamiento referido en el artículo 67.3 LF; y, *por otra parte*, resguardará eficazmente su contenido del ejercicio de las acciones revocatorias. Para tales efectos, se reemplaza el mecanismo de autotutela que puede conferir un sistema de organización colegial, como el que supondría un *concordato preventivo*, por una heterotutela conferida a los tribunales imponiendo como requisito fundamental para su homologación la constatación de que el acuerdo asegura la integridad del pago a los acreedores extraños, lo que supone que el acuerdo debe contemplar liberaciones de fondos necesarios para estos efectos, consentidas por parte de los acreedores concurrentes.

54 La justificación de estas formas de tutela, nos señala MAFFEI ALBERTI, ob. cit., p. 1271, deviene de la trayectoria normativa que se ha fraguado en el marco de las recientes reformas a la legislación concursal italiana para reforzar la protección, en caso de *fallimento*, de aquellos acreedores que han pretendido cooperar con el deudor en la solución negocial de la crisis.

55 Aunque debe observarse que, más que a la preducibilidad en sentido técnico, como mejor posición en la escala de prelación, la referencia debe ser al pago completo de las obligaciones derivadas de este tipo de financiamiento sin entrar en el juego de las reglas de distribución en sede concursal (véase AMBROSINI, ob. cit., p. 470).

empresa deudora⁵⁶. Este tipo de financiamiento, cualquiera sea la forma técnica que asuma⁵⁷, se articula como un mecanismo que forma parte de la ejecución de las disposiciones de un concordato preventivo⁵⁸ o de un acuerdo de reestructuración de deudas ya homologado, en términos en que, en ambos casos, se emplea como pieza fundamental para asegurar la continuidad de la empresa⁵⁹. De ahí su referencia como *finanzamento in esecuzione*, y al hecho de que, conjuntamente con su oportunidad, la calificación del crédito como prededucible deviene de la intervención de los tribunales de justicia, sea en el contexto del procedimiento de aprobación del concordato preventivo, sea por la necesaria homologación del acuerdo de reestructuración de deudas para estos fines (art. 182-*bis* LF)⁶⁰. Ya estando protegidos por la inmunidad de las acciones revocatorias (art. 67.3, lits. d) y e) LF), el artículo 182-*quater* agrega este segundo resguardo para el supuesto de una eventual utilización de las reglas de prelación de créditos en un escenario de liquidación patrimonial, por medio del recurso expreso a la prededucción prevista en el artículo 111 LF, pero sujeto ahora a la adecuada tutela de los terceros acreedores mediante la citada intervención judicial con el objeto de revisar la conveniencia de la solución acordada y evitar su utilización abusiva⁶¹. Así, la calificación del "financiamiento en ejecución" dependerá del necesario nexo fun-

56 Cabe observar que, conforme a la primera redacción de esta norma, incorporada por el Decreto Ley 78, de 31 de mayo de 2010, el beneficio de la prededucción solo se otorgaba en caso de que el financiamiento hubiese sido otorgado por un banco o un intermediario financiero en los términos de la legislación bancaria que les era aplicable (Decreto Legislativo 385, de 1 de septiembre de 1993), lo que daba cuenta de un primer interés de hacer partícipes a estas clases de instituciones en el saneamiento general de una economía en crisis, probablemente amparado por ser estas las que de mejor manera podían asegurar la reconducción del financiamiento a la viabilidad del negocio dada la supervisión estatal a la que se encuentran sujetas. Esta limitación fue eliminada por medio del Decreto Ley 83, de 22 de junio de 2012, principalmente en razón de las dudas sobre su constitucionalidad, de manera que actualmente resulta indistinta la calificación del financista para la operatividad de la norma.

57 Advuértase que, a diferencia del modelo francés, el sistema italiano omite la calificación del crédito como resultado de nuevas aportaciones a tesorería, cuestión que concede una mayor amplitud a los mecanismos inmediatos por los que se estructura el financiamiento. En razón de ello, por ejemplo, MAFFEI ALBERTI (ob. cit., p. 1275) da cuenta de que la alusión parece más bien económica que jurídica.

58 Aunque la doctrina ha puesto en duda si, en este caso, la operatividad de la prededucción opera por la homologación del concordato preventivo o si es suficiente la apertura del procedimiento. Véase MAFFEI ALBERTI, ob. cit., p. 1276.

59 Obsérvese que no se incluye en este ámbito al financiamiento que forme parte de un plan de saneamiento, en los términos del artículo 67.3 LF, que solo le tutela en referencia a la exclusión del ejercicio de las acciones revocatorias. Ello ha llevado a la doctrina a dudar de la utilidad de este último frente a la protección concedida al financiamiento logrado en ejecución de un acuerdo de reestructuración de deuda. Sobre el particular, *ibíd.*, p. 1273.

60 *Ibíd.*, p. 1274.

61 *Ibíd.*, p. 1274.

cional del mismo con la implementación del concordato preventivo o del acuerdo de reestructuración⁶².

La segunda alternativa está dada por los denominados *finanziamenti in funzione*, recogidos en el segundo inciso del artículo 182-*quater* LF. Conforme al mismo, también gozarán del beneficio de la prededucción aquellos créditos que deriven de financiamientos concedidos en función de la presentación de la demanda de admisión al procedimiento de un concordato preventivo o de la demanda de homologación del acuerdo de reestructuración de deudas. La funcionalidad a que hace referencia la norma se debe entender dada a la necesidad de contar con esta suerte de recursos a efectos de permitir a las partes dar inicio al *iter* aprobatorio de los referidos instrumentos, como también a su adecuada prosecución, manteniendo la operatividad de la empresa en crisis. Pero, para tal efecto, el mejor tratamiento del crédito devendrá de una valoración anticipada por parte del tribunal al tiempo de la admisión al instrumento concursal correspondiente⁶³, a efectos de que los recursos que, de otro modo, tendrían un carácter concursal, puedan ser íntegramente pagados al margen de sus reglas de prelación⁶⁴.

Finalmente, la última de las modificaciones ha venido de la mano del Decreto Ley 83/2012, convertido por la Ley 134/2012, conforme al cual se ha agregado un artículo 182-*quinquies*. El tratamiento del financiamiento interino (*finanza interinale*)⁶⁵ viene a llenar un vacío provocado por la regulación de los *finanziamenti in funzione*, restrictivo al tiempo de la presentación de la demanda de admisión al procedimiento de un concordato preventivo o de homologación del acuerdo de reestructuración⁶⁶. La predeductibilidad de los créditos otorgados en el contexto del rescate alude a aquellos que han sido autorizados previamente por el tribunal, aun de manera abstracta, basado en la información sumarisima que obtenga a partir del informe de un profesional –nominado por el deudor en cumplimiento de los requisitos previstos para la inmunidad revocatoria (art. 67.3, lit. c) LF)– relativo a las necesidades financieras de la empresa hasta la homologación, y de la calificación de que tal financiamiento es funcional a la mejor satisfacción de los acreedores. Como indica AMBROSINI, no podrá tratarse de recursos que no tengan impacto en la maximización de las posibilidades de cobro (neutro), sino que, basados en un

62 *Ibid.*, pp. 1275-1276.

63 S. TERSILLA, "La prededucibilità è un reale incentivo al finanziamento delle imprese in concordato preventivo?", *Il Diritto fallimentare e delle società commerciali*, año LXXXVII, n.º 3 y 4, 2012, p. 360.

64 AMBROSINI, *ob. cit.*, p. 474, quien expresa que la idea de parificación del crédito con los derivados del financiamiento ejecutivo (art. 111) da cuenta de que el financiamiento funcional no es prededucible *in natura*, sino solo equiparado para estos propósitos al romper la lógica de la prelación de créditos.

65 L. GUGLIEMUCCI, *Diritto fallimentare*, Torino, Giappichelli, 2012, p. 350.

66 AMBROSINI, *ob. cit.*, p. 477.

juicio de probabilidad, les vincule directamente con los términos favorables del plan de rescate⁶⁷.

d. El tratamiento privilegiado del "dinero fresco" en el ordenamiento español

En el derecho español, las posibles ventajas del "fresh money" se empezaron a expresar, aunque de un modo aún lejano, en el financiamiento de un "plan de viabilidad" en el marco de los convenios concursales, de conformidad con lo dispuesto en el artículo 100.5 de la Ley 22/2003, concursal (en adelante, "Ley Concursal" o "LC")⁶⁸. Sin embargo, asumiendo la voluntad del legislador de fomentar la continuidad del negocio del deudor en crisis por medio de la fórmula del convenio concursal, se permitía que los acreedores establecieran los términos en que se procedería a la satisfacción de sus créditos, especialmente los resultantes del financiamiento de rescate esbozado en el mismo plan, con independencia de su eventual calificación como créditos privilegiados, ordinarios o subordinados.

En suma, la calificación de los créditos en el ámbito del plan de viabilidad era completamente dejada a la autonomía de las partes, cuestión que hace excepción a las limitaciones establecidas en el artículo 100.3 de la misma Ley Concursal, que impide que las propuestas de convenio consistan "en la alteración de la clasificación de créditos establecida por la Ley"⁶⁹. Esta referencia no debe entenderse únicamente dirigida a la forma y tiempo en que los créditos deben pagarse durante la vigencia del convenio, sino que debe extenderse también al supuesto de su incumplimiento y posterior liquidación de la empresa⁷⁰. De este modo, añadía BELTRÁN: "El convenio podrá establecer que los créditos sean satisfechos como 'créditos contra la masa' o como 'créditos concursales', sean privilegiados, sean ordinarios o sean incluso subordinados. Se establece, en definitiva, que el concursado podrá pactar con los terceros el carácter del crédito, o, lo que es lo mismo, una forma especial de subordinación convencional"⁷¹.

Pero también cabe mencionar que la protección de los acuerdos de refinanciación tuvo una primera recepción en el ordenamiento jurídico español con el

67 *Ibíd.*, p. 478.

68 "Cuando para atender al cumplimiento del convenio se prevea contar con los recursos que genere la continuación, total o parcial, en el ejercicio de la actividad profesional o empresarial, la propuesta deberá ir acompañada, además, de un plan de viabilidad en el que se especifiquen los recursos necesarios, los medios y condiciones de su obtención y, en su caso, los compromisos de su prestación por terceros".

69 Ya nos indicaba E. BELTRÁN SÁNCHEZ ("Los créditos nacidos tras la aprobación del convenio en caso de apertura de la fase de liquidación", *Anuario de Derecho Concursal* n.º 10, 2007, p. 515) que "[s]e trata del único caso en el que la naturaleza de unos determinados créditos y, por consiguiente, el régimen de exigibilidad, no depende de la Ley, sino de lo que el propio convenio establezca".

70 A. GONZÁLEZ GOZALO, "Título v – Capítulo I", en *Comentarios a la Ley concursal*, Rodrigo Bercovitz Rodríguez Cano, coord., Madrid, Tecnos, 2004, p. 1167.

71 BELTRÁN SÁNCHEZ, *ob. cit.*, p. 516.

Real Decreto Ley 3/2009, de 27 de marzo, por medio de la incorporación de una disposición adicional cuarta a la Ley Concursal⁷². Pero la definición de los acuerdos de refinanciación contenida en la citada norma supera la idea de los nuevos recursos otorgados para la viabilidad de la empresa, en tanto no solo incluye la "ampliación significativa del crédito disponible", sino también "la modificación de sus obligaciones, bien mediante la prórroga de su plazo de vencimiento, bien mediante el establecimiento de otras contraídas en sustitución de aquellas"⁷³. Sin embargo, más importante aún para el tema en estudio es que la citada disposición solo giraba en torno a la idea de excluir ciertos acuerdos de refinanciación, y los negocios, actos y pagos realizados y las garantías constituidas en ejecución de tales acuerdos, del régimen de las acciones de reintegración del artículo 71.1 LC⁷⁴. La exclusión del régimen reintegrador, sin embargo, se encontraba condicionada al cumplimiento de los requisitos legalmente establecidos para intentar asegurar, al menos, que la refinanciación estaba dirigida a "dar continuidad a la actividad empresarial, y no como una simple estrategia destinada a aplazar la ineludible solicitud de concurso"⁷⁵. Y, para tales efectos, la inmunidad del acuerdo debía ser lograda mediante la formalización del mismo en instrumento público y en la información previa por parte de un experto independiente designado por el registrador mercantil del domicilio del deudor.

En consecuencia, el régimen inicial de los "acuerdos de refinanciación" no estaba conjurado sobre la base de todos los "escudos protectores" a los que hace referencia PULGAR, incluyendo limitaciones a la apertura del concurso o las ejecuciones individuales ("*standstill provisions*")⁷⁶, ni para el otorgamiento de preferencias

72 Disposición que, como advierte J. PULGAR ESQUERRA ("Estrategias preconcursales y refinanciaciones de deuda: escudos protectores en el marco del RDL 3/2009", en *Implicaciones financieras de la Ley Concursal*, ALBERTO ALONSO UREBA y JUANA PULGAR EZQUERRA, dirs., Madrid, La Ley, 2009, p. 55), toma como modelo los *Accordi di risanamento* contemplados en el artículo 67.3 de la *Legge Fallimentare* italiana.

73 Pero, como destaca GARCÍA-CRUCES, ob. cit., p. 22, la citada norma confiere una noción funcional y no material de los acuerdos de refinanciación, en términos según los cuales "sólo pretende sentar una regla de limitación del ámbito de aplicación de estas normas particulares".

74 Sobre la necesidad de esta reforma en razón de la situación de los acuerdos de refinanciación antes del RDL 3/2009, véase J. PULGAR ESQUERRA, "Licitud y temporalidad de los acuerdos amistosos extrajudiciales: Riesgos para los intervinientes en un eventual concurso", *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal*, n.º. 5, 2006, pp. 58-61.

75 J. SÁNCHEZ-CALERO, "Refinanciación y reintegración concursal", *Anuario de Derecho Concursal* n.º 20, 2010, p. 21.

76 Aunque alguna mención cabe hacer respecto a una forma especial de esta clase de acuerdos, prevista en los artículos 6 y 7 del RDL 9/2009, de 26 de junio, sobre reestructuración bancaria y reforzamiento de los recursos propios de las entidades de crédito, referidos a los planes de actuación que deben presentar esta clase de entidades en situaciones de debilidad de su situación económico-financiera. De este modo, la disposición adicional tercera del mismo RDL dispone: "El deber de solicitar la declaración de concurso no será exigible a la entidad de crédito que, dentro de los supuestos previstos, haya presentado alguno de los planes a que se refieren los artículos 6 y 7 de este Real Decreto-ley. En estos

legales al nuevo financista por medio de la tutela preferente a los dineros frescos por él aportados⁷⁷. El único centro de atención se refería al problema que se había detectado en razón de una jurisprudencia bastante estricta, que había rescindido las garantías reales que amparaban esta clase de acuerdos conforme a los términos de los citados artículos 71 y siguientes⁷⁸. Como señala GARCÍA-CRUCES: "De este modo, todas las muchas cuestiones y dudas que suscita la práctica de esta clase de acuerdos quedan al margen de la consideración del legislador quien, en esta temática, parece querer ofrecer una respuesta particular frente a algún pronunciamiento jurisprudencial que generó una gran inquietud entre los acreedores profesionales, auténticos protagonistas en el tráfico de los acuerdos de refinanciación dirigidos a evitar la declaración de concurso del deudor al que se refinancia"⁷⁹.

No obstante, la práctica denunció las insuficiencias del modelo inicial de los acuerdos de refinanciación, de manera que el sistema español fue profundamente modificado por medio de la Ley 38/2011, que, como veremos, ha sido revisada una y otra vez en tiempos bastante recientes. Así, los artículos 5-bis y 15.3 LC agregaron una fórmula para proteger su fase de negociación⁸⁰, en el sentido de suspender la obligación de solicitar la declaración del propio concurso del deudor e impedir su apertura a solicitud de los acreedores, una vez que el deudor ponga en conocimiento del juzgado competente que ha iniciado negociaciones para alcanzar dicho acuerdo⁸¹. Luego, se reguló también la figura del "acuerdo de refinanciación homologado" (actual disposición adicional cuarta de la Ley Concursal), añadiendo "dos particulares efectos que comportan una particular eficacia *ultra vires* del acuerdo

casos no se proveerán por el juzgado competente las solicitudes de concurso referidas a una entidad de crédito que puedan presentarse".

- 77 Incluso, J. PULGAR ESQUERRA, "Protección de las refinanciaciones de deuda frente a las solicitudes de concurso necesario: sobreseimiento en los pagos y comunicación art. 5.3 LC en el marco del RDL 3/2009", *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal*, n.º 11, 2009, p. 50, agrega que la ausencia de la tutela preferente del "fresh money" bien puede condenar al fracaso cualquier impulso a la refinanciación de las empresas en crisis.
- 78 Véase, especialmente, C. GUILARTE MARTÍN-CALERO, "Refinanciación de deuda y perjuicio patrimonial (Un apunte crítico de la sentencia del Juzgado de lo Mercantil núm. 1 de Madrid de 21 de mayo de 2007)", *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal* n.º 10, 2009, pp. 295-300; y J.M. FERNÁNDEZ SEIJO, "Los acuerdos extrajudiciales de refinanciación empresarial y la declaración de concurso", en *Crisis inmobiliaria y derecho concursal*, José Antonio García-Cruces González, dir., Cizur Menor, Thomson Reuters, 2009, pp. 45 y 46. En virtud de esta sentencia el tribunal no solo admitió el régimen de reintegración del artículo 71 LC, sino que también consideró probada la mala fe del banco acreedor, condenando el crédito de restitución a la subordinación *ex* artículo 92.6 LC.
- 79 GARCÍA-CRUCES GONZÁLEZ, *ob. cit.*, p. 19.
- 80 Cuestión que, como observa LÓPEZ SÁNCHEZ, *ob. cit.*, p. 49, pone en evidencia que el acuerdo de refinanciación no es admisible únicamente en supuestos de insolvencia inminente, sino especialmente de insolvencia actual, puesto que solo en este caso existe un deber del deudor de instar por la apertura del concurso.
- 81 Obsérvese que estos efectos no se producen una vez que se constate el inicio del proceso de negociación, sino que se permite su producción en una fase incluso anterior, motivada únicamente por la comunicación al juez realizada por el deudor.

de refinanciación⁸². Por una parte, habiendo sido suscrito por acreedores que representen al menos el 51% del pasivo de titularidad de entidades financieras⁸³, sus efectos se extienden legalmente a las restantes entidades financieras acreedoras no participantes o disidentes⁸⁴; y, por otra parte, el régimen original, no contemplado en la reforma introducida por el Real Decreto-Ley 4/2014, establecía una suspensión del inicio o continuación de cualquier ejecución patrimonial, por un plazo máximo de tres años, a fin de asegurar los resultados de la operación de rescate sin los entorpecimientos que podrían suponer las pérdidas de activos del deudor.

Pero otra de las reformas incorporadas por la Ley 38/2011 se refiere precisamente a la protección del dinero fresco por medio de la calificación de crédito contra la masa del 50% de los nuevos ingresos de tesorería concedidos en el marco de un acuerdo de refinanciación (art. 84.2.11 LC) y de crédito con privilegio general del 50% restante (art. 91.6 LC)⁸⁵, establecidos indudablemente como mecanismos de incentivo a las fórmulas de rescate que pretenden la inyección de liquidez al deudor para la superación de la crisis⁸⁶. Como señala PULGAR, “los requisitos a los

82 LÓPEZ SÁNCHEZ, ob. cit., p. 45.

83 Porcentaje que originalmente era de un 75%, y que fue rebajado por la Ley 26/2013, de 27 de diciembre, de cajas de ahorros y fundaciones bancarias, a un 55%, y luego, por el Real Decreto-Ley 4/2014, de 4 de marzo, al 51% actual.

84 El régimen de la extensión de los términos del acuerdo de refinanciación homologado a los acreedores no participantes o disidentes solo se refería originalmente a las prórrogas pactadas, pero de conformidad con la nueva redacción de la disposición adicional cuarta de la Ley Concursal por parte del Real Decreto-Ley 4/2014, de 4 de marzo, la extensión es bastante mayor, aunque deberá distinguirse la situación de los créditos no dotados de garantía real o por la parte de aquellos que exceda de su valor, de aquellos créditos dotados de garantía real por la parte que no exceda de su valor.

85 Sin embargo, ha de tenerse presente que de conformidad con la disposición adicional segunda del Real Decreto-Ley 4/2014, de 4 de marzo, durante los dos años siguientes a la entrada en vigor de la citada normativa no será de aplicación el régimen contenido en el artículo 84.2.11 ni el artículo 91.6 LC. En este plazo, los créditos que supongan nuevos ingresos de tesorería y hayan sido concedidos en el marco de un acuerdo de refinanciación suscrito a partir de la entrada en vigor del referido Real Decreto Ley, en las condiciones previstas en el artículo 71-bis o en la disposición adicional cuarta de la Ley Concursal, tendrán la consideración de créditos contra la masa hasta el importe del nuevo ingreso de tesorería. Esta clasificación también se aplicará a los créditos concedidos en dichos acuerdos de refinanciación por el propio deudor o por personas especialmente relacionadas (esto es, financiaciões internas), en la medida que también supongan nuevos ingresos de tesorería, y hasta el importe del nuevo ingreso efectuado. Pero, en ningún caso tendrán la consideración de créditos contra la masa los ingresos de tesorería realizados a través de una operación de aumento de capital. Finalmente, los intereses devengados por los nuevos ingresos de tesorería antes referidos tendrán la calificación prevista en el artículo 92.3 LC. Por su parte, en caso de liquidación, también tendrán la consideración de créditos contra la masa los créditos concedidos al concursado en el marco de un convenio conforme a lo dispuesto en el artículo 100.5 LC antes citado, pero, transcurrido un plazo de dos años a contar desde la fecha de concesión de dichos créditos, estos se considerarán créditos contra la masa en los términos indicados en el artículo 84.2.11 LC.

86 Podrá observarse que la protección por medio del recurso a la graduación de la posición del crédito no parecía ser completa por cuanto la Ley Concursal había ofrecido originalmente una división –al parecer, antojadiza– de su calificación como crédito contra la

que se condiciona en el modelo español el reconocimiento de un '*fresh money*' a la financiación preconcursal, son los mismos que determinan la tipicidad de un acuerdo de refinanciación y a los que se condiciona en el art. 71.6 LC la protección legal dispensada en un eventual escenario concursal⁸⁷.

Ello da cuenta del reconocimiento por parte del legislador español de la simetría de ambas figuras en lo que se refiere a la tutela que ha de recibir el financista a efectos de proteger los nuevos recursos en un eventual proceso liquidatorio, en que la inmunidad revocatoria propiciada en el Real Decreto Ley 3/2009 no había sido suficiente en atención a los diversos escenarios en que el rescate no se articulaba necesariamente bajo el manto de las garantías reales. Así también resulta que la protección se encuentra enmarcada en la apreciación previa efectuada por el experto independiente, que razona sobre la razonabilidad y viabilidad del plan, pero su operatividad final quedará entregada al examen a efectuarse en el marco del eventual concurso, sea para negar lugar a las acciones de reintegración, sea para calificar el crédito como prededucible y privilegiado en las proporciones antes indicadas, o únicamente como prededucible en los términos de la disposición adicional segunda del Real Decreto-Ley 4/2014, de 4 de marzo, antes citada. Y, ya finalmente, el legislador español se ha cuidado de calificar la dotación de recursos frescos como "nuevos ingresos de tesorería", acercándose en ello a la orientación francesa de la figura, aunque limitándolo exclusivamente a los aportes de carácter dinerario que aseguren la continuidad de la empresa⁸⁸.

e. El tratamiento de los recursos frescos en el derecho colombiano

En el ámbito del derecho colombiano, la necesidad de conferir una regulación especial a los recursos frescos en el ámbito de la reestructuración de la empresa aparece en la Ley 550, de 1999^[89], al tiempo que su artículo 34 disponía la posibilidad de establecer un orden de prelación de créditos pactada en el propio texto del

masa y crédito privilegiado, situación que solo se resuelve transitoriamente por un periodo de dos años en los términos establecidos en el Real Decreto Ley 4/2014, conforme a lo explicado en la nota anterior. No obstante, parece indudable que tal precaución había sido asumida como un medio de conciliar la posición entre el financista y los acreedores preconcursales, especialmente respecto a los que gozan de alguna suerte de privilegio especial y que verán reducido el importe de su garantía.

87 PULGAR ESQUERRA, *Preconcursalidad*, ob. cit., p. 432.

88 *Ibíd.*, p. 436.

89 Advirtiendo que, conforme al artículo 79 de la citada ley, este régimen siempre tuvo una pretensión de aplicación transitoria, originalmente de cinco años, en atención al delicado estado de la economía colombiana al tiempo de su expedición. Dicha vigencia se prorrogó por dos años en razón de la Ley 992, de 2004, y por seis meses adicionales a la promulgación de la Ley 1.116, de 2006, en virtud del artículo 126 de este último cuerpo legal. A partir de esa fecha, este régimen solo sería aplicable de manera permanente a las entidades territoriales, las descentralizadas del mismo orden y las universidades estatales del orden nacional o territorial de que trata la Ley 922 de 2004.

acuerdo de reestructuración (núm. 12) y la asignación de una prelación de primer grado –compartida con los créditos fiscales– a los nuevos recursos aportados por el empresario en el cumplimiento del mencionado acuerdo (núm. 13)⁹⁰. La lógica de esta protección especial debe entenderse ínsita en la finalidad general que justificó la adopción de esta normativa, basada especialmente en la necesidad de dar cuenta de las razones de la intervención del Estado en la economía. Lo anterior queda claramente plasmado en el artículo 2° de la Ley 550, específicamente en su primer numeral, que justificaba la mentada intervención en la promoción de “la reactivación de la economía y el empleo mediante la reestructuración de empresas pertenecientes a los sectores productivos de la economía”, configurando un amplio campo de acción al denominado “principio de conservación de la empresa”⁹¹.

En este sentido, la incorporación de la protección de los recursos frescos no debe entenderse desvinculada de la finalidad general prevista en este ordenamiento concursal, originalmente transitorio, sino como una herramienta funcional a la reestructuración de la empresa cuando ella resulte indispensable para el cumplimiento de su finalidad social. En tal sentido debe interpretarse la exposición de motivos de la Ley 550, al disponer que por medio de ella se pretendía resolver los obstáculos dados por la rigidez de ciertas normas subyacentes (en este caso, las que atañen a la prelación de crédito) en la medida que ellas pudiesen restringir el propósito de la recuperación de la empresa⁹². En suma, la protección asignada a los nuevos recursos solo se encontraba justificada en la medida que ella se establecía como una herramienta indispensable para la recuperación efectiva de la empresa, bajo los parámetros de los requerimientos de dotación de liquidez para la continuación de sus actividades en los términos que señalábamos precedentemente en este artículo.

Por su parte, con motivo de la expedición de la Ley 1.116, de 27 de diciembre de 2006, el derecho colombiano no varió en esencia este planteamiento, sino que perfeccionó y redireccionó su régimen concursal con una clara inspiración de los diversos trabajos sobre la materia efectuados por la Comisión de las Naciones Unidas para la Unificación del Derecho Mercantil Internacional. En lo que nos interesa en este trabajo, cabe dar cuenta preliminarmente de las finalidades destacadas por el artículo 1° de la ley colombiana actualmente vigente, enraizadas en la protección del crédito y la recuperación de la empresa como unidad de

90 Regulación que engarzaba con las disposiciones relativas al contenido del acuerdo (art. 33, núm. 2), que regulaba lo relativo a los órdenes de prelación y los efectos de la dotación de nuevos recursos.

91 Conforme a este planteamiento, los acuerdos de reestructuración fueron definidos en el artículo 5° de la Ley 550, identificando especialmente su finalidad: “corregir deficiencias que presenten en su capacidad de operación y para atender obligaciones pecuniarias, de manera que tales empresas puedan recuperarse dentro del plazo y en las condiciones que se hayan previsto en el mismo”.

92 Sobre el particular, véase la explicación del principio de igualdad en el contexto de la Ley 222, de 1995, en F. REYES VILLAMIZAR, *Reforma al régimen de sociedades y concursos*, Bogotá, Temis, 1999, pp. 360-362.

explotación económica y fuente generadora de empleo, a través de los procesos de reorganización y de liquidación judicial, siempre bajo el criterio de agregación del valor. Conforme nos informa RODRÍGUEZ ESPITIA, "el proyecto inicial consagraba como único fin la protección del crédito, siguiendo la orientación de organismos internacionales en esta materia, para lo cual se diseñaron las reglas destinadas a este propósito"⁹³. La adición de las demás finalidades se recoge en la tramitación legislativa, aun cuando de la lectura de una parte relevante de sus disposiciones parece observarse una preponderancia de la finalidad original, de manera que la recuperación de la empresa y el respeto a las fuentes de trabajo se encauzan como consecuencias de la agregación del valor pretendida por la solución concursal. Ello parece evidente con la regulación del proceso de reorganización de la empresa, definida en el mismo artículo 1º como una fórmula de solución lograda a través de un acuerdo por medio del cual se pretende preservar empresas viables y normalizar sus relaciones comerciales y crediticias, mediante su reestructuración operacional, administrativa, de activos y pasivos. En este sentido, la alusión parece enfocarse en la calificación efectuada por los acreedores de la viabilidad de la empresa, sin reglamentar una forma expresa en que los órganos estatales pueden incidir en el contenido del acuerdo en atención a las demás finalidades antes señaladas, sino únicamente impedir su confirmación en caso de no respetar la generalidad de los acuerdos, la prelación legal, la igualdad o las normas imperativas⁹⁴. Ello en atención a que el nuevo régimen se aleja del previamente ofrecido por la Ley 550, de 1999, que planteaba la solución reorganizativa con un carácter estrictamente contractual⁹⁵.

Así, adviértase también que la Ley 1.116 incorpora en su texto legal (art. 4º) alusión expresa a los principios que inspiran el régimen de insolvencia, dando cuenta de la universalidad, igualdad, eficiencia, información, negociabilidad, reciprocidad y gobernabilidad económica. Destáquense al efecto el principio de igualdad, definido como el tratamiento equitativo a todos los acreedores que concurran al proceso de insolvencia, sin perjuicio de la aplicación de las reglas sobre prelación de créditos y preferencias; y el principio de negociabilidad, que admite que las actuaciones en el curso del proceso deben propiciar entre los

93 J.J. RODRÍGUEZ ESPITIA, *Nuevo régimen de insolvencia*, Bogotá, Universidad Externado de Colombia, 2007, p. 33.

94 RODRÍGUEZ ESPITIA, ob. cit., pp. 315-317.

95 Aunque debe agregarse a este análisis la posibilidad que consagra el artículo 84 de la Ley 1.116, que admite la validación judicial de los acuerdos de reorganización alcanzados extrajudicialmente, siempre que hayan sido alcanzados por el deudor y un número plural de acreedores que equivalga a la mayoría que se requiere para celebrar un acuerdo de reorganización judicial, sujeto a ciertos requisitos relativos a la información, publicidad, paridad y legalidad del acuerdo. Sobre el particular, véase D. L. TALERÓ CASTRO y R.E. WILCHES DURÁN, "Validación judicial de acuerdos privados de reorganización: un ejemplo de la "privatización" del Derecho concursal en Colombia", *Universitas* n.º 120, 2010, pp. 271-306.

interesados la negociación no litigiosa, proactiva, informada y de buena fe en relación con las deudas y bienes del deudor⁹⁶. Ambos aspectos permitirán que el marco de la autonomía privada mantenga su ensanchamiento en el campo del derecho concursal colombiano⁹⁷, incluso en aquellas materias que otrora habían sido consideradas como intocables por parte de la voluntad particular, como es aquella referida a los órdenes de prelación de crédito⁹⁸.

A estos efectos, la formación del acuerdo de reorganización supone actualmente que, para el desarrollo del proceso, el deudor debe allegar con destino al promotor un proyecto de calificación y graduación de créditos y derecho de voto conforme a los términos del Título XL del Libro Cuarto del Código Civil y demás normas legales que lo modifiquen o adicionen (art. 24). Sin embargo, esta orientación general puede ser reemplazada en el contenido mismo del acuerdo, siguiendo algunos de los parámetros previamente dispuestos en la Ley 550. En este sentido, el artículo 41 permite la modificación de la prelación de créditos en la medida en que: (i) la decisión sea adoptada por una mayoría superior al 60% de los votos admisibles; (ii) tenga como propósito facilitar la finalidad del acuerdo de reorganización; (iii) no degrade la clase de ningún acreedor sino que mejore la categoría de aquellos que entreguen recursos frescos o que en general adopten conductas que contribuyan a mejorar el capital de trabajo y la recuperación del deudor⁹⁹, y (iv) no afecte la prelación de créditos pensionales, laborales, de la seguridad social, de adquisición de vivienda, sin perjuicio de que un pensionado o trabajador, o cualquier otro acreedor, acepte expresamente los efectos de una cláusula del acuerdo referente a un derecho renunciado, siempre que ello conduzca a la recuperación de su crédito.

96 RODRÍGUEZ ESPITIA, ob. cit., pp. 72-73, da cuenta de que esto último es resultado "del reconocimiento del carácter patrimonial de los derechos que se discuten dentro del proceso", configurando el concurso como un "escenario definido por la ley para que las partes convengan un acuerdo que permita la recuperación de los negocios".

97 TALERO CASTRO y WILCHES DURÁN, ob. cit., p. 297, señalan: "En efecto, en una materia que a primera vista parecería más de índole procesal que sustancial, como es la insolvencia empresarial, se observa cada vez más la preponderancia de la autonomía privada como principio rector de los regímenes adoptados a nivel nacional y mundial para tratar el fenómeno económico de la insolvencia nacional y transfronteriza, pues se ha tomado conciencia de que la intervención del Estado en este tipo de situaciones sólo debe producirse para dar solución a controversias que no puedan ser deducidas directamente por las partes interesadas, ya que son los afectados por la situación de insolvencia los que están en la capacidad y la obligación de decidir qué hacer ante el no pago o incumplimiento de su crédito y determinar si pueden brindarle o no elementos al deudor insolvente, que permitan su reactivación y eventual atención de las acreencias en un plazo más largo que el originalmente pactado".

98 J.L. GOLDENBERG SERRANO, "Consideraciones críticas respecto al denominado principio de la *par condicio creditorum*", *Revista Chilena de Derecho*, vol. 37, n.º 1, 2010, pp. 87-90.

99 Requisito que, como indica A.A. DASSO, *Derecho concursal comparado*, t. III, Buenos Aires, Legis Argentina, 2010, p. 144, se advierte "por lo menos dificultoso en extremo (...) ya que siempre que se privilegia a algún acreedor, dando una preferencia que antes no tenía, por ese solo hecho se estará postergando a algún otro".

En consecuencia, la primera protección de los recursos frescos por parte del derecho colombiano se ajusta a los planteamientos generales antes expuestos en el presente trabajo, pero se presenta en este punto de manera restrictiva a efectos de resguardar los derechos de los demás acreedores¹⁰⁰, en particular respecto a aquellos que están sujetos a estatutos especialmente protectores, como son aquellos que devienen del derecho laboral. Mas aun en este último caso será posible una desviación del riesgo en favor del nuevo financista en caso de obtener la aceptación expresa del trabajador, pero nuevamente limitado al carácter renunciable del derecho y a que se justifique de algún modo en la mayor expectativa de recuperación del crédito.

No obstante, en este caso, la protección del dinero fresco no proviene directamente de la disposición legal, como hemos visto que se observa en los demás modelos del derecho comparado, sino que se fundamenta en la voluntad de los acreedores que, en el marco de un acuerdo de reorganización, y sujeto a un régimen de mayoría especial (60% de los votos admisibles), acepten la flexibilización de las reglas de prelación. La tutela de los nuevos financiamientos, en consecuencia, no es dejada en manos del legislador o, todavía menos, de la autoridad jurisdiccional, sino a la mera negociación de los particulares. El modelo, que en este sentido parece asemejarse más a la solución negociada propia de los acuerdos de subordinación, se presenta como un modelo híbrido por cuanto permite la extensión de sus disposiciones no solo a los acreedores que han aceptado el beneficio al nuevo financista, sino a la generalidad de los acreedores mediante el recurso al principio mayoritario. La imposición de la decisión mayoritaria, incluso en lo que se refiere a la prelación determinada en el acuerdo, debe entenderse entonces como una modulación del principio de igualdad dispuesto en la propia Ley 1.116, y puede comprenderse también como un mecanismo establecido a favor de la recuperación de la empresa, a fin de dar plena cabida a la función social que ella desempeña, ahora plasmada en la idea de su recuperación y conservación como unidad de explotación económica y fuente generadora de empleo.

Ahora bien, la posibilidad de flexibilización se sujeta también a dos suertes de requisitos de fondo, que nos reconducen nuevamente a la finalidad de esta forma de tutela, como son: (i) que la flexibilización tenga por objeto facilitar la finalidad del acuerdo de reorganización¹⁰¹, cuestión que nos reconduce a la finalidades

100 RODRÍGUEZ ESPITIA, ob. cit., p. 343.

101 RODRÍGUEZ ESPITIA, ob. cit., p. 343, expresa en relación con este requisito: "Este es un agregado de la nueva normativa que no tiene definición y tampoco hay claridad en cuanto a su alcance. Para algunos deberá demostrarse previamente que de no flexibilizarse la prelación no es posible celebrar el acuerdo, aspecto fundamentalmente subjetivo y que genera problemas de no poca monta". En opinión del autor, esta exigencia se acredita con la sola aprobación del acuerdo por los acreedores. Sin embargo, de observarse comparativamente, por ejemplo, el ordenamiento norteamericano del *post-petition financing*, esta clase de requisitos parecen más bien reconducibles a la idea de excepcionalidad de

genéricas asignadas a la legislación concursal y que, en consecuencia, no se dirige únicamente a la tutela del crédito, sino que se enmarca asimismo en el ya citado principio conservativo de la empresa¹⁰²; y (ii) que solo pretenda la mejora de la categoría de los créditos que resulten de la entrega de recursos frescos o que, en general, contribuyan a la finalidad de recuperación del deudor, mejorando su capital de trabajo. Ambos requisitos no solo deben entenderse como limitativos de la figura, sino como reveladores de la funcionalidad del instrumento para la efectiva preservación de empresas viables y la normalización de sus relaciones comerciales y crediticias. En este sentido, debe tenerse presente que, dada la incorporación de las nuevas reglas de prelación en el texto del acuerdo de reorganización, su operatividad dependerá de la efectiva confirmación dada por el juez del concurso en virtud del artículo 35 de la Ley 1.116. Por ello, de no cumplirse con los requisitos antes expuestos, el tribunal debería estimar incumplidos los requisitos legales propios para efectos de la homologación dada su ilegalidad.

Sin embargo, el artículo 41 antes citado ofrece un segundo orden de tutela a los dineros frescos, permitiéndoles compartir proporcionalmente el orden de prelación que corresponde a la Dirección de Impuestos y Aduanas Nacionales (DIAN) y demás autoridades fiscales¹⁰³, siguiendo en ello en grandes líneas el planteamiento del artículo 34, número 13, de la Ley 550, con la diferencia que anotaremos a continuación. En este caso, la tutela sí tendrá un origen legal, ajeno al tenor del acuerdo, de manera que su operatividad no estará previamente fiscalizada por el tribunal, operando de pleno derecho por el cumplimiento de sus requisitos en el contexto de un acuerdo de adjudicación o un procedimiento de liquidación. A diferencia del tenor de la Ley 550, la protección de los recursos frescos tendrá lugar para aquellos conferidos tanto en el marco de la negociación como de la ejecución del acuerdo de reorganización (es decir, financiamientos funcionales o en ejecución, bajo la nomenclatura italiana)¹⁰⁴. Para estos efectos, la figura se limita a los recursos frescos concedidos por el nuevo financista, excluyendo expre-

esta clase de soluciones, comprendiéndose como medidas de *ultima ratio* para asegurar la posibilidad de recuperación en el marco de los acuerdos de reorganización.

102 Nociones que de alguna manera se advertían también en la redacción del artículo 34 de la Ley 550, al tiempo que, previo a la indicación de los efectos específicos del acuerdo de reestructuración, se asociaba la consagración de su obligatoriedad general respecto al empresario y todos los acreedores internos y externos de la empresa como consecuencia directa de la función social de esta última.

103 Al respecto, DASSO, ob. cit., p. 145, afirma que esta norma "revela una preocupación permanente del legislador colombiano para dar una solución a un problema endémico de la situación concursal como es la orfandad del crédito para la empresa concursada, a través de este conjunto de normas cuya viabilidad depende no solo de cada legislación nacional, sino también de la estructura crediticia local".

104 RODRÍGUEZ ESPITIA, ob. cit., p. 344. Como hemos indicado, ello puesto que el artículo 34 número 13 de la Ley 550 se refería únicamente a la prelación correspondiente a los créditos de aquellos acreedores que, "en cumplimiento del acuerdo", hubiesen entregado nuevos recursos al empresario.

samente las capitalizaciones de pasivo y aquellos créditos que resultan de la mera continuación de los contratos de tracto sucesivo, aun cuando se observan pocas razones para ello si se cumple con la finalidad del fortalecimiento de la posibilidad de rescate. Ahora bien, destinadas ambas normas a la tutela de los recursos frescos, la conciliación de una y otra parece venir dada por el carácter legal concedido a la mejora en la posición crediticia del inciso segundo del artículo 41, dando preeminencia a la solución por sobre aquella negociada en los términos del primer inciso del mismo artículo. No obstante, cabe advertir que la flexibilización de la prelación de créditos no reconoce más límites que la protección (parcial) de los créditos laborales y pensionales, de lo que no parecen existir obstáculos frente a la posibilidad de superar la posición dada a los recursos frescos en la escala que corresponde a la DIAN y demás autoridades fiscales, siempre que se dé estricto cumplimiento a todos los requisitos que impone la norma.

CONCLUSIONES

El afán de reorganización de la empresa en el marco de un supuesto de insolvencia puede parecer ilusorio. Ello, especialmente si no se tienen en consideración los problemas de liquidez que el deudor o los órganos concursales no puede fácilmente resolver en atención a los riesgos implícitos en cualquier forma de dotación de recursos.

Si bien es fácil advertir lo anterior, la ausencia de una adecuada protección de los nuevos recursos aportados a la empresa podrá implicar el fracaso de cualquier forma de rescate. Los nuevos financistas no estarán dispuestos a dotar de fondos a la empresa si aprecian que sus esfuerzos pueden verse diluidos con los demás créditos concursales, sea por la operatividad de las reglas de prelación o sea por la revocación de las garantías reales obtenidas para la disminución de los riesgos.

Los primeros esfuerzos de tutela de los recursos frescos se basaban en una articulación meramente negocial, por medio de la suscripción de acuerdos de subordinación. Si bien ellos se enfocan principalmente en los acreedores internos y ordinarios, bien podrían extenderse a la totalidad de los acreedores si estos pudiesen comprender las ventajas que les reportaría el éxito del salvamento. Sin embargo, estas soluciones se enfrentan a sendos problemas derivados de los costos de transacción envueltos y la asimetría informativa implícita por el desequilibrio entre acreedores y deudor.

En razón de lo anterior, diversos modelos normativos comparados han optado por facilitar la técnica del rescate financiero, especialmente por medio del recurso del otorgamiento de una mejor posición en la escala de prelación. Sea en el contexto de una solución propiamente concursal o extrajudicial, según el caso, la ponderación a ser efectuada debe tomar en cuenta la protección de los acreedores preconcursales para evitar el abuso de la figura. Para tales efectos, es habitual que la concesión del privilegio se enmarque en el procedimiento homologatorio del

acuerdo por parte de los tribunales, asegurando su nexo funcional con el plan de reorganización, o en la supervisión específica del cumplimiento de los requisitos impuestos por el legislador a tales efectos.

BIBLIOGRAFÍA

- AMBROSINI, STEFANO, "I finanziamenti bancari alle imprese in crisi dopo la riforma del 2012", *Il Diritto fallimentare e delle società commerciali*, año LXXXVII, n.º 5, 2012, pp. 469-481.
- APESTEGUIA, JOSÉ y MAIER-RIGAUD, FRANK P., "The role of rivalry: Public goods versus common-pool resources", *The Journal of Conflict Resolution*, vol. 50, n.º 5, 2006, pp. 646-663.
- ARAYA, TOMÁS M., *Subordinación de créditos en los negocios jurídicos*, Buenos Aires, Ábaco, 1999.
- BELTRÁN SÁNCHEZ, EMILIO, "Los créditos nacidos tras la aprobación del convenio en caso de apertura de la fase de liquidación", *Anuario de Derecho Concursal* n.º 10, 2007, pp. 509-519.
- BISBAL MÉNDEZ, JOAQUÍN, *La empresas en crisis y el derecho de quiebras (una aproximación económica y jurídica a los procedimientos de conservación de empresas)*, Bolonia, Real Colegio de España, 1986.
- DASSO, Ariel A., *Derecho concursal comparado*, t. III, Buenos Aires, Legis Argentina, 2010.
- FERNÁNDEZ SEIJO, JOSÉ MARÍA, "Los acuerdos extrajudiciales de refinanciación empresarial y la declaración de concurso", en *Crisis inmobiliaria y derecho concursal*, JOSÉ ANTONIO GARCÍA-CRUCES GONZÁLEZ, dir., Cizur Menor, Thomson Reuters, 2009, pp. 43-71.
- FERRÉ FALCÓN, JUAN, *Los créditos subordinados*, Cizur Menor, Thomson Reuters, 2006.
- GARCÍA-CRUCES GONZÁLEZ, JOSÉ ANTONIO, *La reforma de la Ley concursal. Una primera lectura del Real Decreto-ley 3/2009*, JOSÉ ANTONIO GARCÍA CRUCES y JAVIER LÓPEZ SÁNCHEZ, dirs., Cizur Menor, Thomson Reuters, 2009.
- GOLDENBERG SERRANO, JUAN LUIS, "Consideraciones críticas respecto al denominado principio de la *par condicio creditorum*", *Revista Chilena de Derecho*, vol. 37, n.º 1, 2010, pp. 73-98.
- GOLDENBERG SERRANO, JUAN LUIS, *La subordinación voluntaria de créditos*, Cizur Menor, Thomson Reuters-Aranzadi, 2011.

- GOLDENBERG SERRANO, JUAN LUIS, "Los negocios de subordinación particular", *Anuario de Derecho Concursal* n.º 23, 2011, pp. 111-160.
- GOLDENBERG SERRANO, JUAN LUIS, "Bases para la privatización del derecho concursal", *Revista Chilena de Derecho Privado* n.º 20, pp. 9-49.
- GONZÁLEZ GOZALO, ALFONSO, "Título v - Capítulo I", en *Comentarios a la Ley Concursal*, RODRIGO BERCOVITZ RODRÍGUEZ CANO, coord., Madrid, Tecnos, 2004.
- GOODE, ROY, *Principles of corporate insolvency*, Queen and Mary and Westfield College, University of London, Centre for Commercial Law Studies, London, Sweet & Maxwell, 1990.
- GUGLIELMUCCI, LINO, *Diritto fallimentare*, Torino, Giappichelli, 2012.
- GUILLARTE MARTÍN-CALERO, CRISTINA, "Refinanciación de deuda y perjuicio patrimonial (Un apunte crítico de la sentencia del Juzgado de lo Mercantil núm. 1 de Madrid de 21 de mayo de 2007)", *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal* n.º 10, 2009, pp. 295-300.
- JACKSON, THOMAS H., *The logic and limits of Bankruptcy law*, Cambridge, London, Harvard University Press, 1986.
- JACKSON, THOMAS H. y SCOTT, ROBERT E., "On the nature of bankruptcy: An essay on bankruptcy sharing and the creditors' bargain", *Virginia Law Review*, vol. 75, n.º 2, 1982, pp. 155-204.
- JACQUEMONT, ANDRÉ, *Droit des entreprises en difficulté*, Paris, Lexis Nexis, 2009.
- LEVATTI, M. VITTORIA; SUTTER, MATHIAS y VAN DER HEIJDEN, ELINE, "Leading by example in a public goods experiment with heterogeneity and incomplete information", *The Journal of Conflict Resolution*, vol. 51, n.º 5, 2007, pp. 793-818.
- LO CASCIO, GIOVANNI, *Il concordato preventivo*, Milano, Giuffrè, 2011.
- LÓPEZ SÁNCHEZ, JAVIER, *El proceso concursal*, Cizur Menor, Thomson Reuters- Aranzadi, 2012.
- MARTIN-SERF, ARLETTE y VALLENS, JEAN-LUC, "Les 'effets pervers' de la loi de sauvegarde des entreprises", *Revue trimestrielle de droit commercial et de droit économique* n.º 3, 2007, 604-610.
- MAFFEI ALBERTI, ALBERTO, *Commentario breve alla Legge fallimentare*, Milano, Cedam, 2013.
- MCCORMACK, GERARD, *Corporate Rescue Law: An Anglo-American Perspective*, Cheltenham, Edward Edgar, 2008.

- MCCULLOUGH, RALPH, "Analysis of bankruptcy code section 364(d): When will a court allow a trustee to obtain post-petition financing granting a superpriority lien", *Commercial Law Journal* n.º 93, 1988, pp. 186-213.
- MÉNDEZ GONZÁLEZ, FERNANDO P., *Fundamentación económica del derecho de propiedad privada e ingeniería jurídica del intercambio impersonal*, Cizur Menor, Civitas Thomson Reuters, 2011.
- PANTALEO, PETER V. y RIDINGS, BARRY W., "Reorganization value", *The Business Lawyer* n.º 51, 1995-1996, pp. 419-442.
- PAVONE LA ROSA, ANTONIO, "Titoli 'atipici' e libertà di emissione nell'ambito delle strutture organizzative della grande impresa", en *Ricapitalizzazione delle banche e nuovi strumenti di ricorso al mercato*, GIUSEPPE B. PORTALE, dir., Milano, Giuffrè, 1983, pp. 439-475.
- PECORINO, PAUL, "Public goods, group size, and the degree of rivalry", *Public Choice*, vol. 138, n.º 1 y 2, 2009, pp. 161-169.
- PULGAR ESQUERRA, JUANA, "Licitud y temporalidad de los acuerdos amistosos extrajudiciales: Riesgos para los intervinientes en un eventual concurso", *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal*, n.º 5, 2006, pp. 25-64.
- PULGAR ESQUERRA, JUANA, "Estrategias preconcursales y refinanciaciones de deuda: escudos protectores en el marco del RDL 3/2009", en *Implicaciones financieras de la Ley Concursal*, ALBERTO ALONSO UREBA y JUANA PULGAR ESQUERRA, dirs., Madrid, La Ley, 2009, pp. 49-134.
- PULGAR ESQUERRA, JUANA, "Protección de las refinanciaciones de deuda frente a las solicitudes de concurso necesario: sobreseimiento en los pagos y comunicación art. 5.3 LC en el marco del RDL 3/2009", *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal*, n.º 11, 2009, pp. 47-57.
- PULGAR ESQUERRA, JUANA, *Preconcursalidad y acuerdos de refinanciación*, Madrid, La Ley, 2012.
- REYES VILLAMIZAR, FRANCISCO, *Reforma al régimen de sociedades y concursos*, Bogotá, Temis, 1999.
- RIPERT, GEORGES y ROBLOT, RENÉ, *Droit commercial*, t. II, 17ª ed. actualizada por PHILIPPE DELEBECQUE y MICHEL GERMAIN, Paris, LGDJ, 2004.
- RODRÍGUEZ ESPITIA, JUAN JOSÉ, *Nuevo régimen de insolvencia*, Bogotá, Universidad Externado de Colombia, 2007.

- SÁNCHEZ-CALERO, JUAN, "Refinanciación y reintegración concursal", *Anuario de Derecho Concursal* n.º 20, 2010, pp. 9-38.
- TALERO CASTRO, DIANA LUCÍA y WILCHES DURÁN, RAFAEL E., "Validación judicial de acuerdos privados de reorganización: un ejemplo de la "privatización" del Derecho concursal en Colombia", *Universitas* n.º 120, 2010, pp. 271-306.
- TERSILLA, SILVIO, "La prededucibilità é un reale incentivo al finanziamento delle imprese in concordato preventivo?", *Il Diritto fallimentare e delle società commerciali*, año LXXXVII, n.º 3 y 4, 2012, pp. 350-375.
- SEBASTIÁN QUIETGLAS, RAFAEL, "Financiaciones subordinadas", *Cuadernos de Derecho y Comercio* n.º 9, 1991, pp. 145-172.
- SKEEL JR., DAVID A., "The past, present and future of debtor-in-possession financing", *Cardozo Law Review* n.º 25, 2004, pp. 1905-1934.
- VAN ZANDT COBB, PETER, "Initial financing restrictions in Chapter XI bankruptcy proceedings", *Columbia Law Review*, vol. 78, n.º 8, 1978, pp. 1683-1699.
- VATTERMOLI, DANIELE, *Crediti subordinati e concorso tra creditori*, Milano, Giuffrè, 2012.
- WARREN, ELIZABETH, *Chapter 11: Reorganizing American businesses*, New York, Wolters Kluwer, 2008.
- WHITE, MICHELLE, "Bankruptcy law", en *Handbook of Law and Economics*, A. MITCHELL POLINSKY y S. SHAVELL, eds., Reino Unido, North Holland, Elsevier, 2007, pp. 1011-1072.
- WOOD, PHILLIP R., *The law of subordinated debt*, London, Sweet & Maxwell, 1990.
- WOOD, PHILLIP R., *Principles of international insolvency law*, London, Sweet & Maxwell, 2007.
- ZABALETA DÍAZ, MARTA, *El principio de conservación de la empresa en la Ley Concursal*, Cizur Menor, Thomson Civitas, 2006.