



Felipe Quintero Serrano^(*) y
Guillermo León Ramírez Torres^(**)

La adquisición de empresas en crisis en el derecho comparado y, en particular, el caso colombiano^(***)

The acquisition of failing companies in comparative law and, particularly, the colombian case

Resumen: La adquisición de empresas en crisis es una práctica frecuente dentro del tráfico mercantil moderno. Una de esas modalidades es la compra de empresas inmersas en proceso de insolvencia, ya sea a través de la compra del negocio en marcha o de la compra de créditos con miras a su capitalización. El régimen de insolvencia colombiano cuenta con herramientas para permitir este tipo de operaciones aunque las mismas no han alcanzado la profundidad deseada.

Palabras Clave: Adquisiciones - Insolvencia - Reorganización - Masa de Bienes - Venta de Bienes

Abstract: The acquisition of failing companies is a frequent practice in the modern commercial traffic. One of these modalities is to purchase companies immersed in an insolvency proceeding, either through the purchase of the operating business or the purchase of credits in order of its capitalization. The colombian regime insolvency has the tools to enable these type of operations although they do not achieved the desire objective.

Keywords: Acquisitions - Insolvency - Reorganization - Pool of Assets - Sale of Assets

-
- (*) Abogado Magna Cum Laude por la Universidad de los Andes de Colombia. Profesor de la cátedra de Contratos Mercantiles y Financieros en la Universidad de los Andes. Magíster en Derecho en la Universidad de Harvard, Magíster en Derecho Empresarial en el Centro de Estudios Garrigues. Durante 9 años trabajó en la oficina de Madrid de Garrigues. Asimismo, en 2008 y 2009 trabajó en la oficina de Londres de Cravath, Swaine & Moore. Admitido a la práctica en Colombia y en España. Socio de Garrigues. Correo electrónico: felipe.quintero@garrigues.com.
- (**) Abogado por la Universidad Externado de Colombia. Maestría en Derecho Privado de la Universidad de los Andes. Especialista en Derecho Comercial y Legislación Financiera. Abogado consultor en procesos de insolvencia y miembro del Instituto Colombiano de Derecho Concursal. Asociado Sénior de Garrigues. Correo electrónico: guillermo.ramirez@garrigues.com.
- (***) Nota del Editor: El artículo fue recibido el 25 de octubre de 2016 y aprobada su publicación el 26 de noviembre del mismo año.

La adquisición de empresas en crisis en el Derecho Comparado y, en particular, el caso colombiano
The acquisition of failing companies in comparative law and, particularly, the colombian case

LAS ADQUISICIONES NO SON UN MECANISMO QUE PERMITA REEMPLAZAR LOS PROCESOS CONCURSALES SINO QUE CONSTITUYEN FÓRMULAS DE PAGOS QUE PUEDE PERMITIR MAXIMIZAR EL VALOR DE LA MASA EN BENEFICIO DE LOS ACREEDORES AL TIEMPO QUE PERMITE LA CONSERVACIÓN DE LA EMPRESA VIABLE RELOCALIZÁNDOLA EN UN ESCENARIO MÁS EFICIENTE.

1. Introducción

La compra de bienes o patrimonios de deudores en crisis es una práctica frecuente en el tráfico moderno y cuyos antecedentes pueden rastrearse a los orígenes del derecho mismo.

En el derecho romano clásico cuando un deudor era incapaz de cumplir con sus créditos, sus acreedores contaban con la posibilidad de acudir ante el pretor para solicitar la *bonorum venditio*. Dicho instituto tenía como finalidad el apoderamiento de todo el patrimonio del deudor para que fueran puestos en posesión de un *magister bonorum* y una vez transcurridos los plazos y procedimientos requeridos, se procedía a su subasta a favor de quien ofreciera pagar un mayor porcentaje de las deudas y quien a partir del momento se denominaba *bonorum emptor* (Pérez Álvarez 2000, 77).

Las *bonorum venditio* eran negocios de especulación con expectativa de enorme lucro ya que era posible que el patrimonio del deudor contara con bienes cuyo precio de mercado excedía el de compra pero que no eran fácilmente liquidables (Pérez Álvarez 2000, 269).

Adicionalmente, el *bonorum emptor* contaba con una tutela jurídica efectiva que ponía fuera del alcance del deudor ejecutado y/o sus causantes la propiedad de los bienes adquiridos.

En el derecho moderno, los procesos de insolvencia tienen paralelos similares a la *bonorum venditio* que los hacen escenarios atractivos para la adquisición de bienes o empresas. Este tipo de adquisiciones son conocidas en el derecho moderno como *distressed debt and turnaround investing* o *distress investments* y son catalogadas como actividades de mercado de inversión privada de carácter anticíclico y en el cual participan mayoritariamente inversionistas no regulados (Gil-Robles 2010, 1136).

El presente artículo pretende abordar la problemática de la venta de empresas inmersas en procesos de insolvencia dentro del derecho colombiano. Para lo anterior, dividiremos el artículo en dos partes. En la primera, abordaremos la discusión doctrinaria frente a la interacción entre los procedimientos de insolvencia y las adquisiciones, mientras que en la segunda nos sumergiremos en la praxis jurídica colombiana en materia de insolvencia con el propósito de llamar la atención frente algunos aspectos particulares de los procesos de insolvencia colombianos y las adquisiciones de empresas en crisis.

Previo a abordar los puntos mencionados es importante precisar que el objeto de artículo se circunscribe a empresas inmersas en escenarios concursales o de características similares⁽¹⁾. En este sentido, no nos referiremos a la adquisición de empresas con dificultades económicas que no han acudido a mecanismos de esa naturaleza en tanto son operaciones que pueden ejecutarse por medio de instrumentos transaccionales típicos de adquisiciones donde las únicas consideraciones desde el régimen de insolvencia versan sobre la posibilidad de revisión judicial de la operación en caso de concurso⁽²⁾.

- (1) Particularmente nos referimos a acuerdos celebrados extrajudicialmente pero que pueden llegar a ser objeto de homologación judicial.
- (2) Disposiciones del régimen de insolvencia que permiten anular o dejar sin efecto ciertas operaciones de transmisión de bienes o que sean fuente de obligaciones, que hayan sido concretadas con anterioridad al procedimiento de insolvencia, o que permitan recuperar los bienes transmitidos o su valor en aras del interés colectivo de los acreedores (CNUDMI 2006, 4).



Felipe Quintero Serrano y Guillermo León Ramírez Torres

2. La adquisición de empresas en crisis como alternativa a la insolvencia

Las finanzas corporativas modernas consideran que el principal criterio para determinar el valor de una compañía es su capacidad para crear riqueza, lo que se traduce en la generación de flujos futuros positivos⁽³⁾.

La crisis o *distress* generalmente viene precedida de un periodo durante el cual la empresa no es capaz de crear flujos suficientes para atender sus obligaciones conforme se van venciendo por lo cual se ve obligada a consumir su patrimonio o incumplir los pagos con sus acreedores. Sin embargo, esto no implica que toda compañía que enfrenta una crisis no tenga valor como conjunto organizado de bienes.

Cuando el valor de la empresa en funcionamiento es negativo o inferior al valor de realización de sus bienes la empresa es económicamente inviable, es decir, se encuentra en *economic distress*. Ahora bien, si la situación de la empresa es un problema de incapacidad de pago pero su operación es positiva, la empresa es viable pero enfrenta un *financiamiento distress*. Lo anterior toda vez que la viabilidad de una empresa no la determina su capacidad para repagar su deuda sino la rentabilidad de sus activos (Gurrea Martínez 2014, 180).

En el primer caso, la organización de bienes que dio lugar a la empresa es ineficiente y por tanto la mejor solución económica es el re-direccionamiento de sus activos a otras actividades. En este escenario, el proceso de insolvencia será una competencia entre las distintas clases de acreedores por los bienes del deudor con el único objetivo de satisfacer su crédito.

En el segundo caso, la mayor satisfacción del crédito se alcanza por medio de la preservación de la empresa como negocio en marcha. En este escenario, el proceso de insolvencia tiene

una naturaleza transaccional en tanto el mismo conlleva la venta del negocio en marcha ya sea a través de una operación ficticia, es decir, a favor de los dueños originales de la empresa; o real, es decir, en la que hay una transferencia del control de la compañía ya sea a los acreedores de la misma o a un tercero⁽⁴⁾.

Originalmente, las ventas de empresas inmersas en procesos de insolvencia tenían como único postulante al propietario antes de la insolvencia. Lo anterior se debía a numerosos factores como: (i) quien mejor valoraba el mantener la empresa funcionando y ofrecía un mejor pago a los acreedores era el antiguo deudor, (ii) había una falta de interés de los acreedores para asumir la administración de una empresa en dificultades; y (iii), se percibía que el riesgo de invertir en un negocio en crisis era demasiado alto teniendo en cuenta que el mismo podría fallar (Warren 1991, 16). Lo anterior tuvo como efecto que se extendiera la noción de que el proceso de insolvencia fuera un escenario orientado únicamente a la normalización del pasivo del deudor (Baird y Rasmussen, 2002, 753).

Paulatinamente, los acreedores fueron entendiendo que el control de la empresa era un activo lo suficientemente valioso para que el mismo fuera considerado como susceptible de ser utilizado como medio de pago dentro del proceso. En este escenario, los acreedores ven que la conversión de su crédito en capital les permitirá recibir dividendos una vez la compañía supere la crisis o una recuperación de su crédito a través de la venta posterior de esa participación (Moreno Serrano 2014, 315).

-
- (3) En este sentido, la Superintendencia de Sociedades ha sostenido que la valoración judicial de una compañía debe tener en cuenta fundamentalmente sus perspectivas financieras y hechos económicos que permitan establecer el verdadero valor, tales como el método de flujo de caja descontado (Omar Martínez y Lilibiana Castillo contra Luz Amparo Mancilla 2013).
- (4) En opinión de Douglas Baird, la venta es ficticia cuando el proceso culmina en un proceso recuperatorio (Capítulo 11) y real cuando culmina en un mecanismo liquidatorio (Capítulo 7) (Baird 1986). En nuestra opinión, la diferencia entre si la venta es real o hipotética no depende del tipo de procedimiento que se adopte sino de quién es el adquirente final de la compañía o los bienes.

La adquisición de empresas en crisis en el Derecho Comparado y, en particular, el caso colombiano
The acquisition of failing companies in comparative law and, particularly, the colombian case

Finalmente, fueron surgiendo grupos de inversionistas que vieron en los procesos de insolvencia escenarios fértiles para la adquisición de activos y que paulatinamente se fueron especializando en ese tipo de operaciones al punto de que en algunos países este tipo de adquisiciones llegan a representar más de la mitad de operaciones de este tipo (Villaruel Barrera 2013, 383).

Este último tipo de grupos han encontrado que las adquisiciones en empresas en proceso de insolvencia eliminan costos típicos de estas transacciones en condiciones comunes como:

- a) El adquirente no se ve obligado a pagar una prima de control como la que en otras condiciones le exigiría el propietario (Gil-Robles 2010, 1141).
- b) Parte considerable de la información de la compañía es pública con ocasión del proceso y por tanto no requiere celebración de acuerdos de confidencialidad previa (Villaruel Barrera 2013, 385).
- c) El riesgo de pasivos ocultos es menor en tanto todos los créditos deben ser sujetos a la verificación concursal.
- d) En caso de que se concluya exitosamente de reorganización, se logra la normalización del pasivo corriente en condiciones favorables que pueden incluir quitas y esperas.

Estas estrategias podemos distinguirlas en dos grupos:

- a) Aquellas que son autorizadas exclusivamente por el Juez; y,
- b) Aquellas que son autorizadas dentro del plan o acuerdo de reorganización.

2.1. Ventas autorizadas exclusivamente por el Juez

Cuando una empresa entra en un proceso de insolvencia

los bienes y derechos pasan a conformar una entidad denominada la *masa* (CNUDMI 2006, 92). La formación de la masa cumple un doble propósito dentro del proceso pues por un lado convoca a todos los acreedores al proceso como único escenario para obtener la satisfacción de sus créditos (J. J. Rodríguez Espitia 2013, 117) e impide que el acreedor que actúe primero agote el patrimonio del deudor y no deje nada para otros acreedores de superior o igual prelación (Barreiro 2014, 604).

En la mayoría de jurisdicciones⁽⁵⁾, el deudor permanece como administrador de la masa (*Debtor in Possession*) mientras se surte el trámite de verificación de créditos y la negociación del plan o acuerdo. Durante esta etapa, el deudor actúa como un administrador fiduciario y responde por la dilapidación de los bienes frente a sus acreedores (Warren 1991, 12). En este sentido, es usual que al deudor se le limite la capacidad de disposición de los bienes fuera del giro ordinario⁽⁶⁾ pues hay una percepción generalizada de que algunas de sus actuaciones pueden perjudicar a la masa, con motivo de la generación de problemas de agencia sensibles entre el deudor y los acreedores.

Toda vez que durante esta etapa aún no se ha surtido la verificación de créditos y no se ha determinado el poder político que le corresponde a cada acreedor dentro del acuerdo, la masa se encuentra acéfala pues su máximo órgano de dirección, es decir la asamblea de acreedores, no se ha conformado⁽⁷⁾.

(5) En algunas jurisdicciones como España, Brasil e Italia la apertura del concurso implica la designación de un órgano de administración concursal.

(6) Frente al alcance de la expresión giro ordinario recomendamos confrontar (Rivera Andrade 2013)

(7) Sobre este punto sostiene Dasso que "todas las tentativas de compatibilizar la regla de la mayoría en el concordato con su naturaleza contractual, asimilando la colectividad de acreedores a un grupo de naturaleza del derecho privado dotado de organización en base al principio de la mayoría, lo explican con la asistencia de su consideración como una asociación entre los acreedores (Dasso, 2014, 96)



Felipe Quintero Serrano y Guillermo León Ramírez Torres

Ante la inexistencia de la asamblea de acreedores, la mayoría de jurisdicciones ha señalado que la voluntad del máximo órgano del concurso es suplida por el Juez. En este sentido, corresponde al Juez autorizar aquellos actos que el deudor no puede ejecutar por sí solo en atención a la reducción de su capacidad jurídica sobre la masa.

Ahora bien, esta etapa del concurso es crítica para la preservación de la empresa. Los autores norteamericanos han utilizado la analogía del *ice cube melting* o del cubo de hielo derritiéndose para referirse a la misma. Durante esta etapa la empresa se encuentra en su máximo grado de vulnerabilidad en tanto: (i) sus proveedores desconfían de ella y pueden rehusarse a conceder crédito; (ii) las entidades financieras están desincentivadas para otorgarle cualquier tipo de crédito; (iii) sus clientes dudan de su capacidad de cumplir sus obligaciones; y (iv), en términos generales existe un manto de duda sobre la viabilidad de la empresa. Entre más tiempo se prolongue la verificación de créditos y la celebración del acuerdo, la situación de la empresa se deteriora y eventualmente la llevará a la liquidación.

Esta problemática, presente en los concursos de todas las jurisdicciones, ha sido abordada de diferentes maneras. Una de ellas ha sido la de incentivar el aporte de recursos frescos a los deudores concursados⁽⁸⁾, sin embargo no todos los mercados de crédito cuentan con suficiente profundidad para que existan inversionistas dispuestos a correr el riesgo de insolvencia de un deudor en dificultades. La otra alternativa reconocida en la mayoría de jurisdicciones es la de permitir al deudor realizar ciertos activos con miras a permitirle obtener liquidez que le permita seguir operando.

En el derecho norteamericano, la sección 363 del Código Federal de Bancarrotas permite a las compañías vender activos fijos antes de la votación del plan de reorganización. La norma señala que el deudor debe tener *a good business reason* para que el Juez autorizase la venta. En España, el artículo 43 de la Ley Concursal impide al deudor vender bienes por fuera del convenio o la liquidación salvo cuando: (i) se puedan perder con el paso del tiempo; (ii) su valor pueda deteriorarse por el hecho del concurso; y, (iii) su conservación

implique gastos elevados (Gil-Robles 2010, 1157). En Colombia, la Superintendencia de Sociedades ha venido autorizando a los deudores la venta de activos fijos cuando acrediten que la misma es urgente, necesaria y útil para los fines del concurso.

En términos generales, todas esas figuras tienen en común que son operaciones prohibidas en principio al deudor mientras no se haya conformado el máximo órgano del concurso, y su eventual aprobación se le confía al juez su autorización.

Si bien su concepción original era permitir al deudor obtener liquidez suficiente para evitar su deterioro, recientemente las mismas han venido siendo utilizadas para permitir la venta total de la empresa.

En Estados Unidos dicha práctica se ha generalizado de forma importante y se les han denominado *363 Sales*. Dichas adquisiciones se hicieron frecuentes durante los años 90 y han sido objetos de fuertes polémicas tanto judiciales como doctrinarias. En este sentido, podemos resaltar los procesos de capítulo 11 que se surtieron en 2007 frente a Chrysler y General Motors y los cuales concluyeron con ventas 363 en 43 y 40 días respectivamente desde la apertura del Capítulo 11. Durante los años siguientes a la crisis del 2008, las ventas 363 se dispararon toda vez que la situación financiera afectó la disponibilidad de *DIP Financings* que permitieran otro tipo de estrategias (Anderson y Ma 2014, 1).

En España, si bien el artículo 43.2 de la Ley Concursal prohibía la venta de bienes en la etapa común, los jueces permitieron proceder a las mismas cuando existían circunstancias que lo justifiquen en interés del concurso

(8) En el derecho norteamericano se le ha denominado *DIP Financing*, el derecho español lo llama el *fresh money* y el derecho colombiano lo denomina financiación post-concursal.

La adquisición de empresas en crisis en el Derecho Comparado y, en particular, el caso colombiano
The acquisition of failing companies in comparative law and, particularly, the colombian case

(Concurso Cacaolat 2011) o cuando se considerará que su enajenación era la forma más conveniente de conservación (Concurso Grupo Maemoda 2013).

Colombia no ha utilizado de forma significativa esa figura, salvo cuando se trata de la venta de un activo más que de una empresa en marcha. Ahora bien, podría sostenerse que Colombia no sufrió los efectos de la gran crisis de la misma forma que Estados Unidos y España y por tanto el uso de esa figura no ha sido requerido. En este sentido, habrá que esperar si los jueces colombianos se animan a dar el paso que sus pares norteamericanos y españoles y amplían el alcance de las disposiciones de los artículos 17 y 19 hasta permitir la venta de empresas completas y no sólo activos.

Este tipo de ventas enfrentan numerosas críticas. En primer lugar, se les censura que reducen la protección de los acreedores pues generalmente las ventas por plan o acuerdo requieren mayorías especiales. En segundo lugar, se manifiesta que las mismas llevan irremediablemente a la liquidación del deudor pues el mismo pierde los medios para continuar desarrollando su actividad. En tercer lugar, se les critica que son ineficientes en atención a que las mismas tienen lugar en periodos muy cortos de tiempo y por tanto no existe una verdadera competencia entre interesados que permita obtener el máximo provecho posible de la venta (Anderson y Ma 2014, 2).

Este tipo de ventas son ideales para los inversionistas pues (i) se hacen en sede judicial lo cual purga cualquier vicio previo que pudiese tener la propiedad; (ii) separan la unidad productiva de la deuda liberando la causa del *financiamiento*; (iii) evita difíciles negociaciones con diferentes partes (acreedores); y, (iv) suele tener lugar en una etapa temprana en el concurso por lo cual la empresa no se ha deteriorado significativamente.

Pese a sus innegables ventajas este tipo de ventas enfrenta dificultades como: (i) su ejecución depende de una decisión judicial la cual puede demorarse o incluso negarse; (ii)

generalmente el precio de compra puede ser más bajo comparativamente con otros mecanismos de adquisición de empresas; y, (iii) las declaraciones y garantías como mecanismos de protección del adquirente en caso de vicios ocultos pierden sentido en tanto el vendedor tiene vocación de desaparecer del mundo jurídico (Gil-Robles 2010, 1164).

2.2. Ventas autorizadas dentro del plan o acuerdo de reorganización

Generalmente, las decisiones en torno a la dirección y administración de una firma son competencia exclusiva de sus órganos de administración y los derechos de sus acreedores consisten principalmente en la posibilidad de tomar acción respecto de su patrimonio en caso de incumplimiento de sus obligaciones (Ramírez Torres 2015, 2).

Conforme la estabilidad financiera de la firma se deteriora, las facultades de sus órganos de administración se van reduciendo paulatinamente⁽⁹⁾. Una vez que se abre el proceso de insolvencia, el poder de crédito del acreedor se extiende más allá de la facultad de acudir al patrimonio del deudor y adquiere verdadero *valor* dentro de la administración de la empresa (Bairds 1986, 784).

Tradicionalmente la importancia del proceso de verificación de créditos ha sido considerada una pieza fundamental dentro del proceso concursal ya que permite formar la masa pasiva, lo cual permitirá conocer cuál es la verdadera situación patrimonial del deudor y en consecuencia adoptar la solución más conveniente (Cabrera Damasco 2014, 386).

(9) Una vez una empresa inicia un proceso de insolvencia, las operaciones, pagos, compromiso y disposición de activos ejecutadas en el periodo previo al concurso son susceptibles de ser revisadas judicialmente mediante la promoción de acciones revocatoria o de anulación. La mayoría de regímenes de insolvencia contienen disposiciones de aplicación retroactiva a partir de una determinada fecha, comúnmente la apertura del concurso, y que se aplican durante un periodo especificado, denominado periodo de sospecha (CNUDMI 2006, 162).



Felipe Quintero Serrano y Guillermo León Ramírez Torres

Sin embargo, la verificación de créditos, concede a favor del acreedor poder político para la dirección de la firma durante el desarrollo del proceso concursal y eventualmente con posterioridad al mismo.

El valor político de los créditos reconocidos dentro del proceso de insolvencia tiene numerosas expresiones que varían en cada jurisdicción⁽¹⁰⁾. Sin embargo, la expresión más importante de ese poder se concreta en la posibilidad de votar el plan o acuerdo de reorganización y cuyo alcance depende fundamentalmente de las reglas sobre el principio de mayoría que haya incorporado cada ordenamiento⁽¹¹⁾.

El plan o acuerdo de reorganización es el acto por medio del cual se concreta la venta de la masa a la forma de la *Lex Venditionis* de la *bonorum venditio* (Pérez Álvarez 2000, 240). A modo de analogía con su símil romano, el plan o acuerdo de reorganización contiene los términos en los cuales el comprador de la masa estipula el pago de las obligaciones con sus acreedores.

El plan o acuerdo puede contener distintas fórmulas de arreglo con sus acreedores dependiendo de los límites que imponga cada jurisdicción. A continuación, solo nos referiremos a aquellas que favorecen la adquisición de la empresa en crisis, toda vez que solo estas constituyen nuestro objeto de estudio.

La primera fórmula de arreglo que favorece la adquisición es la venta de la empresa como conjunto organizado de bienes o *going concern*. Dicha fórmula contempla la transferencia a título universal de todos los bienes, derechos presentes y futuros del deudor a favor de un tercero adquirente mediante el pago de un precio. Su contenido es equiparable al de un proceso liquidatorio pues contempla esencialmente la realización de los bienes del deudor y por tanto su eventual disolución y liquidación. En este sentido, este tipo de acuerdos

son la mejor representación de la expresión de origen francés *Vivan las empresas, mueran los empresarios* (J. Rodríguez Espitia 2007, 4).

Este tipo de acuerdos son similares estructuralmente a las ventas 363 del derecho norteamericano o ventas en la fase común del derecho español. Sin embargo, pueden resaltarse algunas diferencias importantes:

- a) Los precios en las ventas 363 son comparativamente menores con las ventas de plan. Lo anterior se ha atribuido a que durante la negociación del plan o acuerdo, los acreedores cuentan con mayor margen de negociación (Anderson y Ma 2014, 3).
- b) Las ventas 363 generalmente vienen precedidas de un *stalking horse agreement*, es decir, que la presentación del proceso de insolvencia probablemente fue parte de la estrategia de venta (Baird y Rasmussen 2002, 752)⁽¹²⁾. Las ventas del plan son escenarios donde el deudor utiliza el proceso de insolvencia como una subasta pública que le permita obtener el mayor valor posible de la venta de los bienes.
- c) Las ventas 363 son utilizadas especialmente en aquellas empresas cuyo valor se deteriora rápidamente en caso de permanecer por un tiempo prolongado inmersa en un proceso de insolvencia. Las ventas de Plan son utilizadas en empresas cuya actividad no es tan dependiente del crédito como en otros casos.

(10) En Colombia, algunos de esos poderes se concretan en el ejercicio del principio de información, reemplazar al promotor y todas aquellas relacionadas con la celebración del acuerdo.

(11) Frente a la naturaleza del principio de la mayoría recomendamos revisar (Pájaro Moreno 2005, 389). Respecto de las diferencias sobre la aplicación del principio de la mayoría en diferentes jurisdicciones recomendamos revisar (Ramírez Torres 2015, 20)

(12) También es posible que la preferencia se conceda dentro del mismo concurso como en el caso de Cacaolat (Concurso Cacaolat 2011), durante el cual la administración concursal solicitó permiso para otorgar un derecho preferente de compra el cual le permitió acceder a una financiación post-concursal y posteriormente solicitar la venta anticipada de la unidad económica.

La adquisición de empresas en crisis en el Derecho Comparado y, en particular, el caso colombiano
The acquisition of failing companies in comparative law and, particularly, the colombian case

La segunda fórmula de arreglo que favorece la adquisición de la empresa en crisis es la capitalización de créditos. Dicha operación permite el saneamiento financiero de la deudora al aumentar su patrimonio neto, en tanto disminuye el pasivo corriente y pasa a ser capital, permitiendo así disponer de recursos que de otro modo tendría que destinar a pagar a sus acreedores (Moreno Serrano 2014, 313).

Este tipo de operaciones puede resultar atractiva para los acreedores desde dos puntos de vista: (i) los acreedores pueden rentabilizar su inversión vía dividendos o bien a través de la posterior venta de su participación; y, (ii) les permite prorrogar su poder político sobre el deudor más allá de la ejecución del plan o acuerdo⁽¹³⁾.

La capitalización de deudas permite la disolución del control de los accionistas a favor de sus acreedores. En este sentido, el pago puede considerarse satisfactorio si como efecto de la capitalización hay un desplazamiento efectivo del control de la empresa desde el deudor hacia sus acreedores toda vez que ha sido aceptado generalmente que el control puede considerarse un activo de la masa susceptible de ser vendido o repartido entre los acreedores (Warren 1991, 10). Si la capitalización de créditos no es suficiente para los acreedores hacerse con el control de la compañía, la fórmula de pago es insatisfactoria pues únicamente permitió que el deudor ratificase su derecho de propiedad (Ramírez Torres 2015, 19).

Antes de finalizar el presente acápite, nos corresponde referirnos a una de las operaciones que con mayor frecuencia tienen lugar en los procesos de insolvencia y facilitan la implementación de las fórmulas de pago que permiten la adquisición de empresas en crisis: la compra de créditos reconocidos a descuento.

La adquisición de empresas en crisis, como modalidad del *distress investment*, es un tipo de operación que es ejercida

fundamentalmente por profesionales en materia de inversión y solo excepcionalmente acreedores de la operación de la compañía. Estos últimos por lo general no tienen interés en hacerse con control de su deudor y su único incentivo para participar en el concurso es obtener la máxima satisfacción posible a su crédito en el menor tiempo posible.

Por el contrario, un inversionista profesional puede identificar un activo que genera una rentabilidad atractiva dentro de un proceso concursal y optar por desplegar una estrategia orientada para su adquisición. En este sentido, es importante destacar como la presencia del acreedor de la operación es accidental mientras que la del inversionista forma parte de su actividad profesional.

Una vez que el inversionista ha identificado su objetivo, procederá a adquirir créditos del deudor que sean suficientes para que en una eventual capitalización le permitan hacerse con el control de la sociedad (Gil-Robles 2010, 1138), pagando por ellos un precio menor al nominal. Alternativamente, el inversionista puede optar por extender una financiación post-concursal, con la expectativa de posteriormente capitalizar esa deuda y hacerse con el control (Gil-Robles 2010, 1138) o acceder a una opción preferencial de compra que le permita adquirir los bienes una vez sean puestos en venta (Concurso Cacaolat 2011). La compra de créditos a descuento es una actividad esencialmente de naturaleza especulativa y que es vista con recelo en algunas jurisdicciones⁽¹⁴⁾.

(13) Adicional a esos puntos Richard defiende la capitalización de créditos en el concurso considerando que el aumento patrimonial es necesario para la viabilidad económica del cumplimiento, el no aumento de ese capital comporta un acto de mala fe y de abuso de derecho en perjuicio de acreedores y del mercado cuando se prefiere imponer el reequilibrio patrimonial a los acreedores afectando sus créditos con quitas y largas esperas (Richard 2014, 287)

(14) En este sentido, la Audiencia Provincial de Navarra por auto del 27 de abril de 2016 inadmitió la solicitud de trámite de un proceso monitorio al considerar que no se había informado el precio de la cesión. En este sentido, la Audiencia consideró que el pacto de retracto no solo se aplica a créditos litigiosos sino a cualquier crédito cedido.



Felipe Quintero Serrano y Guillermo León Ramírez Torres

2.3. ¿El fin de los procesos concursales?

Ante el éxito de la implementación de las adquisiciones de empresas en crisis como solución a la insolvencia de empresas, la escuela norteamericana procesalista del derecho concursal⁽¹⁵⁾ planteó la tesis de que el proceso de insolvencia carece de sentido ante la posibilidad de que los bienes de la empresa en insolvencia puedan ser redistribuidos entre diferentes actores y por tanto ha dejado de tener validez como mecanismo para abordar la crisis.

Los Profesores Douglas Baird y Robert Rasmussen expusieron, en un trabajo del 2003, las razones por las cuales en su consideración los procesos de insolvencia de corporaciones habían desaparecido en tanto la práctica frecuente en caso de dificultades económicas de grandes corporaciones se optaba por utilizar el proceso concursal como *una subasta* o para perfeccionar una venta que había sido acordada mucho antes de que se conformará la pasa. Asimismo, los profesores sostienen que los procesos del capítulo 11 ya no son escenarios en los que se debatan los términos de satisfacción de créditos de grandes corporaciones, sino que se han restringido negociaciones de pequeños empresarios, deudores fiscales y victimarios de daños (Baird y Rasmussen 2002, 752).

Curiosamente, las apreciaciones de los Profesores Baird y Rasmussen no se deben a discursos doctrinales elaborados⁽¹⁶⁾ sino que parten de procesos reales tales como TWA, Enron, Budget y Polaroid. Los procesos mencionados anteriormente lejos de ser casos aislados se han convertido en la regla general de los procesos de insolvencia como en los casos de General Motors, Chrysler y Pacific Energy and Production, en los cuales el proceso ha concluido con una adquisición. En este sentido, las disputas entre los acreedores y deudores con ocasión de la crisis del último puede anticiparse y resolverse por mecanismos contractuales que indiquen cómo se procederá a la distribución o entrega de los activos antes que la crisis llegue. Lo anterior se denomina insolvencia contractual.

La lista de casos mencionada anteriormente y otras no mencionadas nos llevan a preguntarnos si las adquisiciones

son el instrumento ideal para reemplazar los procedimientos concursales los cuales son extremadamente ineficientes (Villarreal Barrera 2013).

Las posiciones de Baird y Rasmussen han sido fervientemente debatidas por los Profesores Elizabeth Warren y Lynn LoPucki, miembros de la escuela tradicionalista, quienes han venido defendiendo que los procesos concursales continúan existiendo y teniendo validez dentro del mundo corporativo y que lo que ha desaparecido ha sido la forma antigua de adelantar trámites de insolvencia (LoPucki 2004, 646).

Para el Profesor LoPucki el aumento de adquisiciones dentro de procesos de insolvencia es producto de un aumento en este tipo de transacciones que coincidió con un aumento en los procedimientos de insolvencia. Sin embargo, sostiene que el número de procedimientos concursales es mucho más grande que las adquisiciones en insolvencia, razón por la cual las elaboraciones académicas de Baird y Rasmussen no encuentran soporte empírico y que sus referencias a adquisiciones en procesos concursales son más circunstanciales que indicadores de una tendencia (LoPucki 2004).

Finalmente, LoPucki expone que la teoría de la insolvencia contractual no ha podido identificar un mecanismo que permita su ejecución. En este sentido, si bien es cierto que en la actualidad la mayor parte de los contratos contienen cláusulas que previenen el advenimiento de la insolvencia, no existe un mecanismo que permita asegurar su cumplimiento. Mientras no se formule un mecanismo de dicha naturaleza, la insolvencia

(15) Respecto las diferencias entre los procesalistas y los tradicionalistas ver (Azar 2008).

(16) Los miembros de la escuela procesalista son en su mayoría doctrinantes y profesores, mientras que los miembros de la escuela tradicionalista incorpora profesores, jueces y practicantes.

La adquisición de empresas en crisis en el Derecho Comparado y, en particular, el caso colombiano
The acquisition of failing companies in comparative law and, particularly, the colombian case

contractual estará llamada al fracaso y las disputas entre acreedores y deudores por la crisis de este último deberán ser resueltas a los ojos de la legislación concursal vigente (LoPucki 2004, 670).

En nuestra opinión, las adquisiciones no son un mecanismo que permita reemplazar los procesos concursales sino que constituyen fórmulas de pagos que puede permitir maximizar el valor de la masa en beneficio de los acreedores al tiempo que permite la conservación de la empresa viable relocalizándola en un escenario más eficiente.

3. La adquisición de empresas en crisis en el derecho colombiano

En el presente capítulo, nos centraremos en la praxis en materia de insolvencia y adquisición de empresas en crisis en Colombia. Para lo anterior, primero haremos algunas consideraciones generales en torno a la práctica colombiana en materia de insolvencia, seguidamente nos referiremos a aquellas normas del ordenamiento colombiano que favorecen la adquisición de empresas y finalmente nos referiremos a algunos casos concretos que han concluido con adquisición de la empresa en crisis.

Desde el punto de vista normativo se ha considerado que el régimen de insolvencia colombiano se encuentra a la vanguardia de las tendencias modernas en la materia⁽¹⁷⁾. Sin embargo, la práctica de insolvencia empresarial en Colombia es relativamente pequeña, de conformidad con las estadísticas que reporta la Superintendencia de Sociedades⁽¹⁸⁾:

Tipo de Proceso	Número de procesos
Procesos de Reorganización	1340
Procesos de Validación de Acuerdos Extrajudiciales	198
Procesos de Liquidación Judicial	1291
Total	2829

Ahora bien, aparte del número de procesos de insolvencia y algunos datos generales, la Superintendencia de Sociedades no publica mayor información sobre las características de los procesos de insolvencia. En este sentido, es difícil hacer consideraciones generales sobre las tendencias en materias de adquisiciones durante procesos de insolvencia y por tanto debemos limitarnos a compartir experiencias en casos puntuales.

En términos generales, el mercado colombiano de adquisición de empresas en crisis es poco profundo. Si bien entre 2010 y 2014 la Superintendencia de Sociedades impulsó iniciativas orientadas a atraer inversionistas a los procesos de insolvencia, la misma no parece haber rendido mayores frutos y a la fecha se encuentra abandonada⁽¹⁹⁾. Lo anterior es un reflejo de cómo la mayor parte de la práctica de insolvencia empresarial colombiana se sigue desarrollando entorno a acuerdos de reorganización que solo contemplan esperas y quitas como fórmulas de pago.

Pese a lo anterior, el ordenamiento colombiano en materia de insolvencia cuenta con herramientas suficientes para implementar este tipo de soluciones y existen casos importantes que se han resuelto de esa forma.

3.1. Normas del régimen de insolvencia que favorecen la adquisición de empresas, De acuerdo con el artículo 1 de la Ley 1116 de 2006, uno de los fines del régimen de insolvencia empresarial es la preservación de la empresa como fuente generadora de riqueza y de empleo. Esa finalidad ha

(17) El reporte *Doing Bussiness* 2016 ha calificado a Colombia en el puesto 31 en el índice de Resolución de Insolvencia con indicadores similares a los reportados por los países de la OCDE y muy superiores a los de otros países de América Latina y el Caribe (Banco Mundial s.f.).

(18) Información tomada de <http://www.supersociedades.gov.co/delegatura-para-procesos-de-insolvencia/estadisticas/Paginas/default.aspx>

(19) Comparar con <http://www.supersociedades.gov.co/Paginas/Oportunidades.aspx>



Felipe Quintero Serrano y Guillermo León Ramírez Torres

venido siendo reconocida como un valor de protección constitucional dentro de los procesos de insolvencia por la Corte Constitucional (Ramírez Torres 2015, 27).

La finalidad de la protección de la empresa no solo ha estado presente en la jurisprudencia constitucional, sino en gran parte de las decisiones de la Superintendencia de Sociedades (J. Rodríguez Espitia 2007, 4).

De lo anterior se desprende que una directriz constante en el derecho concursal colombiano es la preferencia por soluciones concursales que permitan la continuación de la empresa en marcha. En este sentido, las adquisiciones que buscan mantener la empresa en marcha son vistas en general con buenos ojos por los jueces de insolvencia colombiano.

El régimen colombiano contempla distintas herramientas que resultan útiles para facilitar la adquisición de empresas en marcha. Siguiendo la metodología del capítulo I, procederemos a referirnos a las herramientas para ventas de bienes autorizadas exclusivamente por el Juez y aquellas autorizadas dentro del plan o acuerdo.

3.1.1. Ventas autorizadas exclusivamente por el Juez

Las ventas de bienes dentro del proceso de insolvencia se encuentran prohibidas durante la etapa de verificación de créditos (calificación y graduación de créditos) en el caso de los procesos de reorganización, y en la etapa de elaboración de inventarios y avalúos en los procesos de liquidación. Pese a esa prohibición, la Superintendencia de Sociedades ha aceptado la posibilidad de autorizar ventas cuando se acredita que la operación cumple con los requisitos que se mencionan a continuación (Grupo Americaflor 2011):

- a) Urgencia: La imposibilidad de aplazar la operación so pena de perjuicios graves en la situación financiera del deudor;
- b) Necesidad: La operación es indispensable para la continuación de la empresa.
- c) Conveniencia: Impacto favorable en la operación de la compañía particularmente en la generación de caja para la atención de las operaciones.

Debemos resaltar que la jurisprudencia de la Superintendencia de Sociedades en ese sentido guarda una importante similitud con la *good business reason* del derecho norteamericano que permite las ventas 363. Sin embargo, en Colombia dicha facultad ha sido utilizada especialmente para la autorización de ventas de bienes y no para la venta de negocio en marcha⁽²⁰⁾. Si bien, en nuestra opinión, es posible sustentar que la venta de la unidad económica como empresa en marcha puede cumplir con los requisitos planteados anteriormente, dicha afirmación debe ponerse a prueba en la práctica judicial.

3.1.2. Ventas autorizadas en el plan o acuerdo

Este es el escenario natural para la adquisición de empresas en crisis en el derecho colombiano. En este caso, el comprador asume el riesgo del resultado del proceso de reorganización. Es un negocio de especulación con muchos riesgos jurídicos hasta antes de la celebración del acuerdo de reorganización. En el caso que la adquisición pretenda implementarse por medio de la venta de activos, el plan deberá aprobarse mediante las mayorías de ley señaladas en los artículos 31 y subsiguientes de la ley 1116 de 2006. Una de las características propias del derecho colombiano es que los accionistas o socios de la deudora conforman una categoría de acreedores (acreedores internos) y en consecuencia están facultados para votar el acuerdo de reorganización. El número de votos que les corresponde se calcula teniendo en cuenta el margen de solvencia de la sociedad y en caso que dicho margen sea negativo se les reconoce un solo voto. Los acuerdos de reorganización en los cuales los acreedores internos ostentan más del 51% de los votos tienen normas sobre mayorías especiales, es

(20) En el caso del Grupo Americaflor, la autorización se refería a la venta de bienes inmuebles.

La adquisición de empresas en crisis en el Derecho Comparado y, en particular, el caso colombiano
The acquisition of failing companies in comparative law and, particularly, the colombian case

decir, requieren que sean votados afirmativamente por el 75% de los votos reconocidos.

La ley 1116 de 2006 también permite la capitalización de pasivos como fórmula de pago de las obligaciones. El artículo 42 de la ley 1116 de 2006 permite la suscripción y pago de aportes en el capital en condiciones, proporciones y plazos distintos a los previstos en el Código de Comercio e incluso con un valor de suscripción inferior al nominal. Sin embargo, dicha fórmula de pagos debe haber sido aceptada expresamente por el acreedor a quien se le capitalizará su crédito. Lo anterior se hace como mecanismo de protección de los acreedores frente a posibles abusos, lo cual nos lleva a concluir que dicha fórmula de pago de obligaciones es vista con sospecha.

El acuerdo de reorganización debe ser objeto de confirmación por parte de la Superintendencia de Sociedades en la audiencia de la que trata el artículo 35 de la ley 1116 de 2006. El juez de insolvencia colombiano solo puede revisar la legalidad del acuerdo de reorganización; es decir, que cumpla con la prelación legal, no sea discriminatorio y no vaya en contra de norma imperativa (Rodríguez Espitia 2008, 315). En este sentido, el Juez del concurso no tiene dentro de sus facultades pronunciarse frente al contenido económico del acuerdo.

3.1.3. Ventas dentro del acuerdo de adjudicación

El acuerdo de adjudicación es un trámite abreviado de liquidación que tiene lugar cuando el proceso de reorganización fracasa después de que la Superintendencia de Sociedades haya proferido el auto de calificación y graduación de créditos y determinación de derechos de votos, acto judicial definitivo de verificación de créditos, y antes que se halla confirmado el mismo.

Se trata de un trámite liquidatorio abreviado al cual le aplican las mismas disposiciones del proceso de liquidación judicial.

3.1.4. Ventas en procesos de liquidación

El proceso de liquidación judicial es el escenario propio donde se produce la venta de los bienes del deudor. Si bien el artículo 66 contempla la posibilidad de celebrar un acuerdo de reorganización dentro de ese proceso, dicha figura es escasamente utilizada. Al igual que el proceso de reorganización, en este escenario debe agotarse el trámite de verificación de créditos. Sin embargo, en la liquidación judicial, paralelo a ese trámite se adelanta la elaboración del inventario

y avalúos. Ambos actos son recogidos en una sola providencia judicial, la cual cumple con la finalidad de determinar tanto el pasivo como el activo del acuerdo.

Antes de la providencia de verificación de créditos, el liquidador no puede vender los bienes del deudor, con excepción de los casos en que los bienes amenacen con deteriorarse o su mantenimiento implique un gran costo para la liquidación.

Una vez se aprueben los inventarios y avalúos, el liquidador debe proceder a vender los bienes mínimo por el valor de su avalúo. De conformidad con el Decreto 1730 de 2009, el liquidador debe preferir las ventas en bloque de activos cuando le sea posible. Adicionalmente, el liquidador puede adelantar las ventas directamente sin necesidad de subasta si así lo estima pertinente. En este sentido, el trámite de liquidación puede ser un escenario ideal para adquirir unidades productivas asumiendo que la misma haya resistido todo el trámite de insolvencia. Si bien uno de los efectos de la apertura de la liquidación judicial es la disolución de la capacidad jurídica y la terminación de todos los contratos, la Superintendencia de Sociedades puede autorizar expresamente la continuación de algunos cuando sean necesarios para preservar el activo. En la mayoría de casos de empresas en marcha, la Superintendencia ha autorizado continuar ejecutando los contratos como forma de proteger el activo.

3.2. Casos de adquisición de empresas en el ordenamiento colombiano

A continuación pasamos a presentar de forma muy breve algunos casos prácticos del objeto materia de este artículo.

3.2.1. Grupo California (Reorganización Grupo California 2009)

El Grupo California era un conglomerado de empresas que dedicado a la industria



Felipe Quintero Serrano y Guillermo León Ramírez Torres

farmacéutica. En noviembre del 2008, cuatro miembros del Grupo solicitaron la admisión a un proceso de reorganización en los términos de la Ley 1116 de 2006. El conglomerado contaba con diferentes obligaciones con entidades financieras de las cuales eran garantes entre sí por lo cual dichos créditos fueron reconocidos en cada uno de los procesos de insolvencia. Encontrándose en el trámite del proceso de insolvencia un inversionista extranjero se interesó en la adquisición de dos miembros del grupo. La estrategia para la venta de la compañía incluyó una operación de compra de créditos por medio de un patrimonio autónomo quien se subrogó en los derechos de los acreedores en cada uno de los cuatro procesos de insolvencia para votar un acuerdo de reorganización en el cual se contemplaba la venta del establecimiento de comercio de las dos compañías. Toda vez que para la época no existía el Decreto 1749 de 2011 respecto de la insolvencia de Grupos Empresariales, el acuerdo de reorganización fue sometido a votación durante dos audiencias que tuvieron lugar el mismo día. El acuerdo de reorganización contemplaba términos cortos para el pago de acreencia de primera clase. Los acreedores de quinta clase contaban con la elección de capitalizar sus créditos si optaban por ello antes de la convocatoria al proceso de reorganización o un plazo de espera con pagos por instalamentos. La Superintendencia de Sociedades confirmó el acuerdo al estimar que el mismo había sido celebrado con las mayorías de ley y respetaba la prelación legal.

Este proceso incorporó dos técnicas utilizadas comúnmente en operaciones de *distress investment*. Por un lado, se adelantó una estrategia de compra de créditos, probablemente a descuento, con el fin de conformar una mayoría suficiente que les permitiera aprobar el acuerdo de reorganización. Toda vez que la estrategia de compra de votos fue desplegada por el vendedor, es posible deducir que el comprador no estuvo dispuesto a soportar las contingencias de este tipo de inversión. Es importante resaltar que la operación de compra de votos fue útil no solo para efectos de aprobar el acuerdo de venta del establecimiento de comercio, sino que permitió hacerse con mayoría suficiente para aprobar los acuerdos de reorganización de las dos sociedades que no fueron objeto de la venta. En este sentido, la operación permitió a los deudores no solo adquirir una liquidez importante, sino también aprobar el acuerdo de reorganización de otras dos compañías que no hacían parte de la negociación.

3.2.2. Grupo Tinquique (Grupo Tinquique 2013)
El Grupo Tinquique estaba conformado por cuatro sociedades dedicadas al cultivo y exportación de flores. Las sociedades operaban sobre bienes inmuebles de terceros arrendados a su favor y sobre los cuales habían desarrollado la infraestructura sobre la que desarrollaban su actividad. Previa a la entrada al proceso de reorganización, el Grupo Tinquique celebró un contrato de arrendamiento sobre los cultivos con un tercero. Paralelo a lo anterior, el mismo tercero celebró contratos de arrendamiento sobre los inmuebles en los que se encontraban los cultivos. Al momento de la entrada al proceso de reorganización, el Grupo Tinquique no tenía operación alguna y su única fuente de ingresos era el canon de arrendamiento de los establecimientos de comercio. Asimismo, el tercero asumió los contratos de trabajo con 794 trabajadores que se desempeñaban en el cultivo. Surtidas las distintas etapas del proceso de reorganización, el Grupo Tinquique fue incapaz de llegar a un acuerdo de reorganización con sus deudores dentro del término legal por lo cual la Superintendencia de Sociedades ordenó que se procediera a adelantar el acuerdo de adjudicación. En la misma providencia, la Superintendencia de Sociedades autorizó continuar los contratos de arrendamiento sobre los establecimientos de comercio, en vez de dar por terminados los mismos en ocasión a los efectos de que se ordenará la celebración de acuerdo de adjudicación. Durante el trámite de adjudicación, el tercero arrendatario de los establecimientos de comercio ofreció la compra de los bienes que había arrendado por el precio del avalúo. Lo anterior permitió que el acuerdo de adjudicación se hiciera únicamente sobre el precio de la venta.

De este proceso resaltamos como seguramente antes de la apertura del proceso de reorganización existía una estrategia destinada a privilegiar la venta a favor de un tercero, al estilo de un *stalking horse*

La adquisición de empresas en crisis en el Derecho Comparado y, en particular, el caso colombiano
The acquisition of failing companies in comparative law and, particularly, the colombian case

agreement. Dicha operación permitió que la empresa en marcha no fuera afectada por la insolvencia de las sociedades y preservar los puestos de trabajo. Adicionalmente, el deudor obtuvo ingresos suficientes para atender el pago de sus gastos de administración durante el proceso. Si bien el arrendamiento de la unidad productiva llevó a que para el deudor fuese imposible atender el pasivo pre-reorganización, el mismo fue determinante en impedir que el mismo se deteriora y eventualmente pudiese venderse como negocio en marcha. Aunque el promotor pudo haber optado por vender el negocio en marcha a una persona distinta al arrendatario, el hecho que el mismo ya se encontrase en posesión del mismo y lo estuviera explotando le favorecía frente a cualquier otro interesado.

3.2.3. Super Cable (Super Cable S. A. 2015)

Super Cable S. A. era una compañía dedica a la venta de televisión por suscripción. En noviembre de 2009, la sociedad se sometió a un proceso de reorganización. La empresa celebró acuerdo de reorganización con sus acreedores el cual fue declarado incumplido y por tanto se abrió el proceso de liquidación judicial. Al momento de ordenar la liquidación judicial, la Superintendencia se abstuvo de dar por terminados los contratos de la compañía y en su lugar autorizó que la misma continuará operando. Durante el trámite del proceso, el liquidador celebró un acuerdo de administración temporal con el fin que se mantuviera prestando el servicio a los suscriptores. La Superintendencia de Sociedades estableció un calendario para la recepción de ofertas y para adelantar la venta de la unidad en marcha. Concluido ese trámite el liquidador procedió a celebrar la venta con la mejor oferta recibida, que provenía de la misma empresa con quien había celebrado el acuerdo de administración temporal.

Super Cable S. A. era el típico caso de insolvencia donde los activos de la compañía perderían gran parte de su valor si era enajenado por partes. Adicionalmente, la compañía contaba con un valioso número de suscriptores que se perderían en caso de un proceso de liquidación tradicional. En este sentido, la venta como unidad económica tenía mayor sentido que su fraccionamiento y venta por partes el cual habría implicado un menor valor de recuperación.

3.2.4. Vidcal (Vidriera de Caldas 2013)

El caso de Vidriera de Caldas no es estrictamente un evento de adquisición, sin embargo sus particularidades

ameritan mención en el presente escrito. La empresa fue sometida a un proceso de liquidación judicial en agosto de 2012 luego de que se le negará el ingreso a un proceso de reorganización. Su pasivo incluía aproximadamente \$1.800 millones de pesos con trabajadores sindicalizados. La mayor parte de su activo se soportaba en la propiedad del inmueble sobre el que se ubicaba la planta, pero era insuficiente para atender créditos más allá de los laborales. Dentro del proceso de liquidación, se estableció como fórmula de pagos incentivar a los 183 acreedores laborales a constituir una sociedad por acciones simplificada en el cual el aporte de cada uno de ellos era el pago de su crédito dentro del proceso de liquidación y su participación se determinaba de acuerdo al monto de acreencias que le fueron reconocidas. Una vez constituida la sociedad (denominada Trabajadores Vical S. A.) la liquidación transfirió a título universal todos los bienes de Vidcal como pago de sus acreencias.

El caso Vidcal parece ser un escenario donde el mantenimiento de una empresa pareciera no ser el uso más eficiente de los recursos. En primer lugar, la empresa debe enfrentar una crisis de gobierno corporativo teniendo en cuenta las dificultades que debe enfrentar una administración en la cual los socios son los mismos (y múltiples) trabajadores. En segundo lugar, la crisis de Vidcal parecía tratarse de una *economic distress* por su dificultad para competir con un productor nacional de bajo costo e industrializado como Peldar e importaciones desde China y Venezuela. Finalmente, la puesta en marcha de una empresa requiere de crédito y financiación, recursos con los que Vidcal seguramente no contaba con anterioridad a la apertura de liquidación y que difícilmente sus accionistas podrían proporcionarle. Si bien Trabajadores Vical S. A. se encuentra funcionando actualmente, no sobra preguntarnos si un uso



Felipe Quintero Serrano y Guillermo León Ramírez Torres

más eficiente de los recursos no habría sido liquidar los bienes de Vidcal con el fin de cancelar las obligaciones laborales, pues un eventual fracaso de la nueva sociedad dejaría a los acreedores laborales desamparados.

3.2.5. Archie's

La venta del establecimiento de comercio titular de la franquicia Archie's a la multinacional mexicana Alsea es un proceso particular en tanto que si el mismo se dio dentro de un proceso de insolvencia⁽²¹⁾ la empresa no se encontraba en *distress*, aunque su situación se fue deteriorando. En el año 2013, la Superintendencia de Sociedades ordenó la Toma de Posesión como medida de intervención en los términos del Decreto 4334 de 2008 y Decreto 1910 de 2009 de un grupo de personas naturales y jurídicas quienes a su criterio habían adelantado ejercicio ilegal de la actividad financiera al captar recursos del público sin autorización de las autoridades correspondientes. Tres de las sociedades intervenidas eran propietarias del 76% del capital social de la sociedad Archie's Colombia S. A.S. operadora de los establecimientos de comercio de la franquicia Archie's. La sociedad no tenía síntomas de *distress* hasta antes de la medida. Sin embargo, de acuerdo con el Interventor designado por Supersociedades, la situación legal de las accionistas de Archie's comprometió a estabilidad financiera de esa compañía y su operación entro en dificultades. En un escenario típico de *ice cube melting* el Liquidador solicitó autorización a la Superintendencia de Sociedades para proceder con la enajenación de la compañía. Paradójicamente, la Superintendencia de Sociedades afirmó que dicha operación era del resorte exclusivo del liquidador como representante legal, y se limitó a advertirle que debía adelantar la valoración de la compañía remitiéndole al artículo 57 de la Ley 1116 de 2006.

La decisión de la Superintendencia de Sociedades dejaba al liquidador en dificultades pues no le autorizaba expresamente la venta sino que lo dejaba a su arbitrio advirtiéndole que era su responsabilidad como liquidador velar por la conservación de bienes. Adicionalmente la norma que le advirtió debía cumplir, versaba sobre la venta de bienes una vez se encontrará en firme la decisión que aprobaba inventarios y avalúos escenario que para esa fecha se encontraba distante.

El liquidador procedió a adelantar un proceso de valoración de la compañía y posteriormente a la venta global de los bienes de la misma. Finalmente, liquidó la sociedad vendedora con el objeto de, principalmente, resarcir a las víctimas de la captación indicada.

3.2.6. Arroz Caribe

La Superintendencia de Sociedades, mediante Auto del 12 de junio de 2014, admitió a ARROZ CARIBE S.A.S. al proceso de reorganización empresarial según los términos de la Ley 1116 de 2006. El Acuerdo de Reorganización fue suscrito por parte de ARROZ CARIBE S.A.S. y sus acreedores y confirmado por la Superintendencia de Sociedades, previéndose en dicho acuerdo que uno de sus acreedores (con una gran solidez financiera y experiencia industrial en el sector) capitalizaría su acreencia adquiriendo el control de la misma. Esta operación, en nuestra opinión, permitió que el negocio de ARROZ CARIBE continuara como un negocio en marcha de forma satisfactoria en el mejor interés de sus distintos grupos de interés. Fue un ejemplo de cómo los acreedores financieros hicieron una apuesta por un nuevo proyecto industrial liderado por el nuevo accionista controlante.

4. Conclusiones

Bajo el entendimiento que la mayor satisfacción del crédito se alcanza por medio de la preservación de la empresa como negocio en marcha, resulta evidente la importancia de analizar la venta de la empresa en el concurso de acreedores como un mecanismo óptimo para los distintos grupos de interés.

En nuestra opinión, la alternativa que mejor se adapta a las necesidades de la empresa

(21) Si bien el régimen de intervención por captación masiva y habitual ha sido catalogado desde su creación como parte del régimen de insolvencia empresarial, el Dr. Jorge Pinzón Sánchez durante intervención del 6 de Octubre de 2016 en el 10 Congreso de Derecho Concursal, Cartagena de Indias, rechazó la naturaleza concursal de este régimen considerando que el mismo no cumple con las finalidades ni principios de los procesos concursales.

La adquisición de empresas en crisis en el Derecho Comparado y, en particular, el caso colombiano
The acquisition of failing companies in comparative law and, particularly, the colombian case

en insolvencia es la venta autorizada en el plan o acuerdo, porque anticipa los tiempos, reduce los costos del deudor y "tiene mayores probabilidad de éxito (Sebastián Quetglas 2016). En un escenario de capitalización y cambio de control, el nuevo controlante podrá reconducir la estrategia de la sociedad concursada e incluso inyectar recursos frescos. Si se trata de una venta de activos y pasivos, el precio recibido podrá destinarse a atender a los acreedores en un contexto liquidatorio.

El reto que tiene el derecho colombiano es establecer medios similares a los existentes en otras jurisdicciones como las 363 sales de Estados Unidos o la *pre-pack administration* de Reino Unido para establecer mecanismos formales y reglados que apoyen la recuperación de los créditos de los acreedores y consigan mantener la unidad productiva, el mantenimiento del empleo y la conservación de la empresa.

5. Referencias Bibliográficas

Anderson, Anne y Yung-Yu Ma. 2014. Acquisitions in bankruptcy: 363 sales versus plan sales and the existence of fire sales. *American Bankruptcy Institute Law Review*: 1-34.

Arroz Caribe. 40190 (Superintendencia de Sociedades, 15 de Octubre de 2015).

Azar, Ziad Raymond. 2008. Bankruptcy Policy, Legal heritage, and financial development: An agenda for further research. *Emory Bankruptcy developments journal*: 382-466.

Baird, Douglas. 1986. The uneasy case for corporate reorganizations. *Journal of legal studies*: 127-147.

Baird, Douglas, y Robert Rasmussen. 2002. The End of Bankruptcy. *Standfor Law Review*: 751-788.

Banco Mundial. *Doing Business*. 2016. s.f. <http://espanol.doingbusiness.org/data/exploreconomies/colombia/#resolving-insolvency> (último acceso: 25 de octubre de 2016).

Barreiro, Marcelo. 2014. La crisis del derecho de la crisis. *Libro homenaje al profesor Emilio Beltrán*. Bogotá: Instituto Iberoamericano de derecho concursal, 2 de Octubre.

Cabrera Damasco, Fernando. 2014. La verificación en procesos concursales de los créditos garantizados con derechos reales de garantía. En *Libro Homenaje al profesor Emilio Beltrán*. Bogotá: Instituto Iberoamericano de Derecho Concursal, 2 de Octubre.

CNUDMI. 2006. *Guía Legislativa sobre el Régimen de la insolvencia*. Nueva York: Naciones Unidas.

Concurso Cacaolat. 205/2011 (Juzgado Mercantil 6 Barcelona, 20 de Julio de 2011).

Concurso Grupo Maemoda. CV 381/13-2a (Juzgado de lo Mercantil No. 8 de Madrid, 20 de Diciembre de 2013).

Dasso, Ariel Angel. 2008. *Derecho Concursal Comparado Tomo I*. Buenos Aires: Legis.

_____. 2014. La crisis y un derecho cada vez menos concursal - El sacrificio de los principios ante el altar de la eficiencia." *Libro Homenaje al profesor Emilio Beltrán*. Bogotá: Instituto Iberoamericano de derecho Concursal, 2 de Octubre.

Friogan. 51942 (Superintendencia de Sociedades, 14 de Julio de 2016).

Garcia-Cruces, Jose Antonio. 2014. Acuerdos de refinanciación y capitalización de la deuda en el derecho español. *Libro homenaje al profesor Emilio Beltrán*. Bogotá: Legis.

Gil-Robles, Jose Maria. 2010. Distressed Investments. En *Crisis Empresarial y concurso: Comentarios legales*, coords. Antonio Fernández Rodríguez y Manuel Sácnhez Alvarez. Madrid: Thomson Reuters.

Grupo Americaflor. 32557 (Superintendencia de Sociedades, 5 de Septiembre de 2011).



Felipe Quintero Serrano y Guillermo León Ramírez Torres

Grupo Tinquique. 28510 (Superintendencia de Sociedades, 3 de Enero de 2013).

Gurrea Martínez, Aurelio. 2014. Tendencias actuales en la configuración del interés del concurso al mantenimiento de la empresa en crisis. En *Libro homenaje al profesor Emilio Beltrán*. Bogotá D. C.: Legis, 169-191.

LoPucki, Lynn. 2004. The Nature of the Bankrupt Firm. *Standfor Law Review*: 645-670.

Moreno Serrano, Enrique. 2014. La capitalización de deudas como solución a la situación de insolvencia. En *Libro homenaje al profesor Emilio Beltrán*. Bogotá: Legis.

Omar Martínez y Liliana Castillo contra Luz Amparo Mancilla. 801-042 (Superintendencia de Sociedades, 19 de Julio de 2013).

Pájaro Moreno, Marta Elena. 2005. La desjudicialización del concurso de acreedores." *La empresa en el siglo XXI*. Bogota: Universidad Externado de Colombia, 1 de Julio.

Pérez Álvarez, María del Pilar. 2000. *La Bonorum Venditio estudio sobre el concurso de acreedores en Derecho Romano Clásico*. Madrid: Mira Editores.

Ramírez Torres, Guillermo León. 2015. Los derechos del acreedor garantizado y la reorganización del deudor en la ley de garantías mobiliarias. *Revista de Derecho Privado Universidad de Los Andes*: 1-34.

Rentafolio Bursatil S. A. S. y otros. 72688 (Superintendencia de Sociedades, 24 de Julio de 2015).

Reorganización Grupo California. 24585 (Superintendencia de Sociedades, 22 de Septiembre de 2009).

Reyes Villamizar, Francisco. Los procesos concursales frente al contrato de fiducia en garantía. *Revista de derecho privado Universidad de Los Andes*: 1999: 3-36.

Richard, Efrain Hugo. 2014. La función de la garantía del capital social frente a la agenda concursal - Estudio Comparativo. *Libro homenaje al profesor Emilio Beltrán*. Bogotá: Legis Editores, 2 de Octubre de 2014. 279-309.

Rivera Andrade, Diana. 2013. Concepto alcance artículo 17 Ley 1116 de 2006 en lo pertinente a la acepción "giro ordinario de los negocios. En *Derecho Concursal, Nuevos Escenarios, nuevos desafíos*, 35-48. Bogotá: Instituto iberoamericano de Derecho Concursal.

Rodríguez Espitia, Juan Jose. 2007. Aproximación al derecho concursal colombiano. *E-mercatoria*, 1-30.

_____. 2008. *Nuevo Régimen de Insolvencia*. Bogotá: Universidad Externado de Colombia.

Sebastián Quetglas, Rafael. 2016. Manuel de Fusiones y Adquisiciones de Empresas. La Ley.

_____. 2013. Las acciones revocatorias concursales frente al principio de buena fe. *Derecho concursal nuevos escenarios, nuevos desafíos*. Bogotá: Instituto Iberoamericano de Derecho concursal..

Super Cable S. A. 39008 (Superintendencia de Sociedades, 14 de Diciembre de 2015).

Vidriera de Caldas. 35968 (Superintendencia de Sociedades, 19 de noviembre de 2013).

Villarroel Barrera, Daniel. 2013. Aspectos legales de las operaciones de adquisición de sociedades insolventes. En *Estudios de derecho privado, liber amicorum en homenaje a Hernando Tapias Rocha*, coords. Antonio Aljure Salame, Edgar Ivan León Robayo, Yira López Castro y Carlos Andrés Botero Pérez, 690. Bogotá: Editorial Universidad del Rosario.

Warren, Elizabeth. 1991. A theory of absolute priority. *Annual survey of american law*: 9-48.