

LA NATURALEZA DEL CONCURSO: UN ENSAYO SOBRE COMPARTIR LOS RIESGOS CONCURSALES Y EL ACUERDO ENTRE ACREEDORES*

Thomas H. Jackson**

Robert E. Scott**

En el siguiente artículo Scott y Jackson analizan tanto la maximización de recursos como el fenómeno distributivo al interior de un procedimiento concursal. El análisis parte de un hipotético acuerdo ex ante entre acreedores de una empresa insolvente.

Los autores se preocupan principalmente por el tema de la asignación eficiente del riesgo de insolvencia de una empresa. Es decir, en qué medida la colectivización contribuye a maximizar el bienestar del grupo, y en qué casos es preferible una asignación individualizada del riesgo.

Desde hace mucho los teóricos de las finanzas reconocen que los procedimientos concursales son un componente central de cualquier teoría general sobre la estructura de capitales de las entidades empresariales. Los juristas, de igual manera, se han preocupado por los efectos de asignación y distribución de las normas que regulan los procedimientos concursales. Sin embargo, los fundamentos subyacentes de los procedimientos concursales no han sido estudiados a profundidad hasta hace poco. Quienes estudiaban los procedimientos concursales se habían limitado a relatar, sin mayor análisis crítico, los dos objetivos principales de la regulación de estos procedimientos: la recuperación de deudores sobrecargados y la equidad en el trato a sus acreedores y demás demandantes¹.

El creciente interés académico en la teoría legal ha generado un correlativo interés en expandir las bases teóricas de las normas de procedimientos concursales. En los últimos años, uno de nosotros desarrolló un paradigma conceptual basado en un acuerdo hipotético entre los acreedores, como criterio normativo para evaluar el sistema de procedimientos concursales¹. La piedra angular del acuerdo entre acreedores es la intención normativa según la cual los

El presente artículo fue originalmente publicado en: BHANDARI, Jadgeep y WEISS, Lawrence (ed). "Corporate Bankruptcy Economic and Legal Perspectives" Nueva York, Cambridge University Press 1996. Bajo el título de "On the nature of bankruptcy: An essay on bankruptcy sharing and the creditors' bargain". La publicación se hace bajo expresa autorización de los autores. La traducción fue realizada por Cristina Ferraro Delgado, miembro de THEMIS - Revista de Derecho, bajo supervisión del doctor Roberto McLean Martins. Le agradecemos al doctor Huáscar Ezcurra por cedernos el presente artículo para su publicación.

Este capítulo es una versión editada del artículo que apareció originalmente en Virginia Law Review No. 75, pp. 155-204 (1989). Se agradece el permiso para publicar parte de él en este libro.

** Rector de la Universidad de Rochester.

*** Profesor Junior Lewis F. Powell y Decano de la Universidad de Virginia.

¹ Nota del Traductor: el autor se refiere a quienes tienen algún derecho de cobro contra la empresa insolvente, ya sean acreedores o tenedores de capital con derechos residuales sobre el remanente, con el término "claimants" el cual hemos traducido como "demandantes".

¹ Ver JACKSON, Thomas. "The Logic and Limits of Bankruptcy Law", 1986. JACKSON, Thomas. "Translating Assets and Liabilities to the Bankruptcy Forum". Journal of Legal Studies, No. 14, 1985. p. 73; JACKSON, Thomas. "Avoiding Powers in Bankruptcy". Stanford Law Review, No. 36, 1984. p. 725; JACKSON, Thomas. "Bankruptcy, Nonbankruptcy Entitlements, and the Creditor's Bargain". Yale Law Journal, No. 91, 1982. p. 857. En lo sucesivo "Creditors' Bargain" o "Acuerdo entre Acreedores".

derechos preconcursales deben limitarse sólo cuando sea necesario para maximizar la distribución de sus activos a los acreedores como grupo, y nunca para alcanzar metas meramente distributivas².

La fortaleza de la conceptualización del acuerdo entre acreedores es también una limitación. La metáfora del acuerdo hipotético se centra en el objetivo central de los procedimientos concursales: maximizar el bienestar del grupo a través de la colectivización. Esta cerrada focalización en la maximización del bienestar grupal ayuda a identificar los patrones subyacentes en los aspectos aparentemente independientes del procedimiento concursal. Ello implica también que otras metas normativas deben ser vistas como costos que compiten con el proceso de colectivización. No obstante, esta pretensión descubre una interrogante mayor. A pesar de la importancia de la norma maximizadora, en los procedimientos concursales se presentan de manera persistente y sistemática impulsos redistributivos. ¿Debe atribuirse la redistribución en los procedimientos concursales simplemente a errores azarosos o a percepciones equivocadas de las cortes o legisladores? ¿O es que existen también otras fuerzas en los procedimientos concursales?

En este trabajo nos dedicaremos a analizar estas “otras fuerzas” que puedan estar operando en los procedimientos concursales³. Muchas de las reglas concursales implican compartir activos con otros acreedores, accionistas y terceros. Con frecuencia a estos efectos distributivos se les agrupa bajo referencias genéricas como equidad, redistribución de riquezas o invocación a los valores comunitarios. Estas etiquetas no son útiles. Por ejemplo, ocultan el hecho que la justificación e impacto de un consenso para compartir el riesgo entre acreedores tiene un carácter totalmente distinto a la racionalidad empleada por el uso de las normas concursales para redistribuir riqueza a terceros que no han participado de un acuerdo. Por tanto, para comprender estos diversos efectos se requiere un método que discrimine entre las distintas motivaciones que impulsan la redistribución en los procedimientos concursales.

En la primera parte reconstruiremos y mejoraremos el modelo del acuerdo original entre acreedores, relajando muchos de los supuestos implícitos subyacentes al acuerdo *ex ante*. En este marco, examinaremos los contornos del acuerdo original entre acreedores para ver si algunas de las supuestas preocupaciones redistributivas de las normas concursales reflejan parte del acuerdo *ex ante*. En la medida en que lo hicieran, sería incorrecto, desde un punto de vista teórico, decir que existe un conflicto entre las metas distributivas de los procedimientos concursales y el acuerdo entre los acreedores.

Este contexto más amplio ilustra un principio distributivo que subyace a una versión más rica del acuerdo entre los acreedores. Bajo este principio todos los participantes comparten, al menos parcialmente, los riesgos del fracaso del negocio atribuibles a ciertos “desastres comunes”. Sostenemos que aquellos efectos distributivos basados en la previsión de estos desastres comunes estarían expresamente incluidos en un acuerdo previo, mientras los costos de ejecución no sobrepasen los beneficios de acrecentar el patrimonio de los acreedores.⁴

En la segunda parte, examinaremos si un contexto más amplio que incorpora un componente de desastre común que contribuye al fracaso del negocio ayuda a explicar siquiera algunos de los varios efectos distributivos comúnmente observados en los procedimientos concursales. Probamos el modelo con tres características del procedimiento concursal:

1. los extraordinarios poderes de cobranza y aprovechamiento de la propiedad otorgada al síndico (o equivalente) del procedimiento concursal;
2. la imposición de costos de “demora” a acreedores garantizados durante el procedimiento concursal; y
3. la implementación de los planes de reestructuración del *Chapter 11*.

De este análisis concluimos que la concepción del desastre común enriquece y apoya el valor heurístico del acuerdo *ex ante*. En efecto, el modelo ampliado del acuerdo entre acreedores racionaliza un número

² Uno de los elementos centrales de este modelo es que mientras en un régimen colectivo, como el concursal, es a veces necesario introducir como mecanismo el comportamiento cooperativo, la redistribución en un régimen colectivo solamente induce a los demandantes particulares a actuar de forma egoísta, lo cual puede no resultar acorde con los intereses de los demandantes como grupo.

³ Dejamos de lado las nociones financieras de “borrón y cuenta nueva” que son relevantes principalmente para individuos que buscan los procedimientos concursales para eliminar deudas antiguas. La regla del borrón y cuenta nueva aísla los ingresos futuros (y algunos otros activos) de los reclamos por endeudamientos pasados. Esta política no es relevante (excepto a veces retóricamente) para empresas deudoras.

⁴ Esta conceptualización de desastre común fue sugerida por primera vez en SCOTT, Robert. “A Relational Theory of Secured Financing”. *Columbia Law Review*, No. 86, 1986. pp. 901, 967-968. (en lo sucesivo “Relational Theory” o “Teoría Relacional”), y desarrollada más ampliamente en SCOTT, Robert. “Through Bankruptcy with the Creditors’ Bargain Heuristic”. *University of Chicago Law Review*, No. 53, 1986. pp. 690, 700-707, (en lo sucesivo “Through Bankruptcy” o “A través de los Procedimientos Concursales”).

de las anomalías aparentes que han restado poder explicativo a la concepción del acuerdo original entre acreedores. Por lo menos en teoría, el modelo ampliado es el causante de muchos de los efectos distributivos que aparecen regularmente durante el procedimiento concursal.

Sin embargo, el atractivo teórico del modelo ampliado, se empaña por sus significativas limitaciones una vez que se reintroducen los costos de ejecución. Exceptuando las disposiciones genéricas, tales como no pagar intereses a los acreedores garantizados con posterioridad a la solicitud de insolvencia, el impulso para la redistribución en procedimientos concursales parece apoyarse en la inhabilidad del sistema para distinguir entre distribuciones favorecidas y no favorecidas.

Por lo tanto, concluimos que, mientras el procedimiento concursal abarque diversas metas distributivas, inevitablemente generará costos significativos, aun cuando estas metas sean consistentes con la implementación de un componente de desastre común en el acuerdo *ex ante*. Estos costos resultan tanto de los incentivos perversos que resultan de un orden de prelación distinto dentro y fuera de los procedimientos concursales, como de la incapacidad inherente del sistema legal para especificar reglas *ex ante* sobre la ejecución de principios distributivos *ex post*. Si los beneficios de reflejar el modelo ampliado del acuerdo en las reglas concursales justifican dichos costos, resulta ser finalmente una cuestión empírica.

I. UN MODELO AMPLIADO DEL ACUERDO ENTRE ACREEDORES

A. Reconstruyendo el acuerdo entre acreedores

1. Supuestos, antecedentes y puntos de partida

Un objetivo primordial de cualquier procedimiento concursal es regular los conflictos inherentes entre varios grupos que tienen diferentes pretensiones contra los activos de un deudor y su flujo de ingresos. Aunque existan muchas clases de demandantes, la estructura societaria más común usualmente consiste en acreedores garantizados, acreedores no garantizados, y capital (accionistas comunes). Las relaciones entre las clases son reguladas por contratos y reglas

legales que establecen los atributos de las diversas clases. En este ensayo nos enfocamos en los casos de insolvencia e incumplimiento, ya que los conflictos entre estas clases originados por estos casos generan una serie de problemas particulares.

Debido a que las clases más bajas (capital, y comúnmente acreedores generales) obtienen tan poco en la liquidación que sigue a un procedimiento concursal, generalmente quieren que el deudor continúe en el negocio. Según esto, por lo menos una clase, y tal vez otras, esperan recuperar una mayor parte de su pretensión si a un deudor insolvente se le da la oportunidad de recuperarse en lugar de ser liquidado apresuradamente⁵. Estas clases frecuentemente (y muchas veces con éxito) usan mecanismos legales para demorar la liquidación de negocios deudores. Por otro lado, los acreedores cuyas pretensiones están bien protegidas por garantías generalmente prefieren el retorno cierto de una pronta liquidación. Después de todo, la posición empresarial de un deudor insolvente puede deteriorarse así como mejorar, y si se deteriora, un menor valor de activos puede quedar disponible para los acreedores garantizados.

Reconciliar las tensiones entre los intereses individuales de los demandantes de un deudor insolvente presenta un problema obvio; uno que posiblemente no vaya a ser resuelto colectivamente sin intervención legal. Además, debido a que los intereses de varias clases difieren, no es claro quién debería ser el que tome las decisiones una vez que comienza la acción colectiva.

Aún después que comienza la acción colectiva, la elección entre liquidación y recuperación generalmente va a ser difícil. Si el valor de la empresa en marcha excede su valor de liquidación, entonces los acreedores demandantes, como grupo, preferirán no liquidar la empresa, sino que se venda el negocio como una entidad libre de deudas⁶. Efectivamente, si los prospectos a largo plazo del deudor fueran suficientemente buenos, los demandantes preferirán demorar el cobro y permitir que el deudor se recupere.

Sin embargo, el valor de la empresa en marcha no excede el valor de liquidación en todos los casos. El asumir un mayor valor de la empresa en marcha depende de la existencia de dos factores: los activos

⁵ La insolvencia y la quiebra no necesariamente van de la mano. Una empresa puede no ser insolvente, y tener acreedores que actúen como si lo fuera debido a la existencia de una posibilidad suficientemente alta de llegar a ser insolvente. Por ejemplo, una empresa que debe \$100 y que tiene 50% de posibilidades de valer \$200 en un año y 50% de posibilidades de valer \$50 en un año, tiene un valor esperado de \$125 – más que sus pasivos. Sin embargo, los acreedores podrían actuar como si la empresa fuera insolvente.

⁶ Esta discusión sobre la elección entre el valor de la empresa en marcha y valor de liquidación hace a un lado las consideraciones tributarias, las cuales son factores importantes en muchos casos reales.

del deudor deben valer más si permanecen unidos que si son separados y vendidos, y los prospectos a largo plazo del deudor deben ser mejores que los prospectos a corto plazo. Cuando cualquiera de estos factores no se dé, el bienestar del total del grupo aumentará con una pronta liquidación del deudor, en contraposición a un procedimiento colectivo en el cual algunos intereses pueden obtener mayores ganancias a expensas de otros.

Una justificación principal para la ley concursal, entonces es proveer incentivos a los demandantes para que cada uno de ellos individualmente, así como a nivel grupal, encuentre óptimo ya sea esperar o cobrar inmediatamente, dependiendo de las realidades empíricas subyacentes y los intereses de los demandantes como grupo. Cualquiera sea el curso que la ley fomente a las partes a tomar, el objetivo principal necesariamente será el maximizar el bienestar total del grupo. El dilema, sin embargo, es que la ley no puede asegurar que los intereses de cualquier grupo particular de demandantes coincidan con los intereses del conjunto.

2. Una reedición del acuerdo

Al buscar entender cómo la ley concursal implementa un objetivo general de maximizar el bienestar del grupo, uno puede útilmente imaginar al "procedimiento concursal como un sistema diseñado a reflejar el convenio al cual uno esperaría que los acreedores lleguen si fueran a negociar tal convenio desde una posición *ex ante*"⁷. Una premisa central que sustenta este concepto de negociación de acreedores es que un sistema de prelación provisto por la ley estatal⁸ (incluyendo prioridades entre acreedores garantizados y no garantizados) ya está dada. Dadas estas condiciones, la pregunta es ¿qué partes a pesar de eso acordarían un esquema colectivo de distribución, y si así fuese, qué forma tomaría? Si asumimos que las partes comerciales son racionales y egoístas, este análisis de negociación hipotética proporciona evidencia indirecta de lo que las partes en un mundo real, en efecto, podrían acordar. La negociación hipotética entonces proporciona un criterio normativo para evaluar la legitimidad del procedimiento concursal.

Los acreedores vienen a la negociación con sus prioridades legales intactas. Es lógico entonces, comenzar asumiendo que la insolvencia es un riesgo previsible – uno que sería asumido individualmente por los varios demandantes. El cálculo de este riesgo podría haber influenciado las decisiones de los acreedores individuales respecto de solicitar garantías y si fuera así, en qué términos.

Esta presunción sugiere que el acuerdo logrado en la negociación entre acreedores respetaría estas prelación preconcursales, aún cuando sea interés del grupo salirse de un régimen individual a uno colectivo como el concursal. Los acreedores garantizados por ejemplo, habrían pagado por su posición de prioridad aceptando una tasa de retorno más baja y por lo tanto deberían permitírseles retener los beneficios de su acuerdo inicial recibiendo un valor equivalente por los bienes otorgados en garantía. Por otro lado, los acreedores no garantizados habrían obtenido una tasa de interés más alta al renunciar a recibir garantías y al hacerlo, habrían asumido un riesgo más alto de que sus pretensiones no serían satisfechas en el caso de un incumplimiento y posterior procedimiento concursal. Podría esperarse que los participantes en la negociación concursal honraran esta relación al mantener las prelación no concursales de los acreedores garantizados, y previniendo la redistribución en procedimientos concursales de los acreedores garantizados a los acreedores no garantizados y al deudor⁸.

Este argumento básico está sustentado por otras dos observaciones. Primero, a menos que las reglas que norman el acceso a los procedimientos concursales fueran perfectas, el reconocer que los procedimientos concursales proveen un método de distribuir prelación, que difiere de la prelación establecida por la ley estatal, crearía incentivos que motivarían a las partes a usar estratégicamente los procedimientos concursales⁹. Los acreedores no garantizados y los accionistas optarían por procedimientos concursales cuando su parte en el patrimonio concursal exceda el valor de sus prioridades bajo la ley estatal. Estas acciones serían indeseables cuando la expectativa de una participación mayor emergiera solamente de la habilidad de los demandantes de usar el procedimien-

⁷ JACKSON, Thomas. "Creditors' Bargain" (ver nota 1). Una conceptualización similar se desarrolla en BAIRD, Douglas. "A World without Bankruptcy". Law & Contemporary Problems, 1987.

⁸ Nota del Traductor: el autor se refiere a la ley de cada estado de los Estados Unidos en oposición a la ley federal (*U.S. Code*), la cual regula los procedimientos concursales.

⁹ SCOTT, Robert. "Through Bankruptcy". pp. 694-695. Ver nota 4.

⁹ El Problema de incentivos perversos y la relación entre la ley concursal y la no concursal es analizada concienzudamente en EINSBERG. "Bankruptcy Law in Perspective". UCLA Law Review, No. 28, 1981. p. 953. Este problema es también el tema central en la elección de la Corte Suprema de EE.UU. de una norma apropiada "que llene el vacío" en BUTNER contra los EE.UU. 440 U.S. 48 (1979) (a las partes en una corte federal concursal debe brindárseles la misma protección que se le daría bajo la ley estatal si el procedimiento concursal no se hubiera presentado).

to concursal estratégicamente para demorar la liquidación. Por otro lado, los acreedores garantizados preferirían la ley no concursal si el procedimiento concursal los obligara a compartir las prioridades que tienen bajo la ley estatal. Como las partes manipulan estratégicamente para obtener el resultado individual más favorable, generan costos sociales innecesarios – incluyendo una costosa estructura de cumplimiento y un estrechamiento de las distinciones entre las diferentes clases de demandantes.

La segunda razón para creer que las partes de una negociación *ex ante* preservarían sus prelación preconcursales en los procedimientos concursales es que de otro modo los acreedores garantizados no estarían dispuestos a participar en un procedimiento concursal del cual no van a sacar ningún provecho. La inclusión obligatoria de los acreedores garantizados es necesaria para que los acreedores no garantizados y algunos de menor rango obtengan beneficios de una acción colectiva.

3. El problema de los efectos distributivos

Esta concepción del acuerdo simple entre acreedores se enfoca en maximizar el bienestar del grupo a través de la colectivización. Se preocupa por la distribución solamente en cuanto las distribuciones concursales pueden socavar las reglas para compartir en una negociación *ex ante* o pueden fomentar ineficiencias a través de una elección de foroⁱⁱⁱ estratégica. Sin embargo la distinción entre maximización del bienestar del grupo y distribución al interior del grupo no es muy clara. Cualquier procedimiento de colectivización necesariamente tiene tanto un efecto redistributivo como de asignación. Para implementar un sistema colectivo de distribución, los acreedores individuales deben estar impedidos de ejercer prioridades que de otro modo gozarían bajo la ley estatal. Las concesiones recíprocas son inevitables para preservar las eficiencias del régimen colectivo. Si tales efectos distributivos son tolerados porque promueven el objetivo central de maximizar el bienestar del grupo, es apropiado preguntar si otros efectos distributivos pueden ser entendidos en esta misma forma.

Al excluir tal análisis distributivo, la perspectiva de simple maximización trata como indistinguible – e igualmente indeseable – a los varios efectos distributivos que están claramente presentes en los procedimientos concursales¹⁰. Es obvio, sin embargo, que no todas las distribuciones concursales son iguales. La redistribución que observamos en casos concursales puede ser causada por varios factores conceptualmente distintos.

El origen incierto de redistribuciones concursales particulares significa que las generalizaciones amplias sobre los costos y beneficios de redistribución en los procedimientos concursales son virtualmente insignificantes. Un enfoque más fructífero consiste en evaluar los efectos de redistribuciones particulares, dados ciertos posibles supuestos. El problema resulta entonces, en si alguna redistribución concursal puede ser vista como el medio de implementar, en vez de socavar, la distribución original implícita en una negociación *ex ante*. Comenzamos reconsiderando varios supuestos básicos del modelo original del acuerdo entre acreedores para ver si encontramos una salida al problema de la redistribución concursal.

B. Compartir riesgos concursales y el desastre común

Una premisa central del acuerdo simple entre acreedores es que la redistribución concursal es inconsistente con los objetivos maximizadores del colectivo. La insolvencia es entendida como un riesgo previsible asumido individualmente por los diferentes demandantes de cualquier empresa comercial. Entonces, el modelo asume, entre otras cosas, que ninguno de los riesgos del fracaso del negocio va a ser compartido entre los demandantes de diferentes clases, salvo por aquello que sea acordado explícitamente.¹¹

Como punto de partida de un reexamen, nos enfocamos críticamente en este supuesto. Consideren la posibilidad que los procedimientos concursales reflejen una acomodación normativamente satisfactoria entre el objetivo de maximizar los activos y una norma distributiva complementaria: que todos los participantes deben compartir (al menos en parte) los riesgos

ⁱⁱⁱ Nota del Traductor: el autor se refiere a la posibilidad que tienen los agentes de elegir dónde ventilar sus asuntos, elegir por ejemplo entre una corte civil o concursal, según les resulte más conveniente.

¹⁰ El problema de una es el mayor impedimento para seleccionar cualquier grupo de reglas distributivas para los procedimientos concursales. Para ver un debate sobre política concursal enfocado en el tema de la elección estratégica de foro como un impedimento real o de percepción para lograr un análisis más amplio sobre el fenómeno distributivo, ver WARREN. "Bankruptcy Policy". University of Chicago Law Review, No. 54, 1987. p 775. BAIRD, Douglas. "Loss Distribution, Forum Shopping and Bankruptcy: A Reply to Warren". University of Chicago Law Review, No. 54, 1987. p. 815.

¹¹ De este supuesto se deriva que un proceso colectivo asociado con la insolvencia existe para resolver sólo problemas de acción colectiva, y no para redistribuir los riesgos. Vistos en este contexto, las redistribuciones definitivamente parecen contraproducentes y normativamente indeseables.

“comunes” del fracaso del negocio. Los riesgos comunes incluyen las contingencias cuyas probabilidades o efectos no pueden ser influenciadas por las acciones de las partes individuales – contingencias que, en consecuencia, son comunes al grupo de demandantes afectados. Tal vez ciertas redistribuciones concursales pueden ser entendidas como una respuesta a los efectos de tales desastres comunes sobre negocios empresariales.

1. Asignando riesgos de insolvencia bajo incertidumbre

a. Estrategias para reducir riesgos de insolvencia. Los riesgos del fracaso del negocio no tienen todos el mismo origen, ni los demandantes los tratarían necesariamente del mismo modo. Algunos riesgos de insolvencia se originan en contingencias cuyas probabilidades o efectos pueden ser influenciados por las acciones de partes o grupos particulares. En estos casos, una u otra parte pueden actuar en una forma que alterará la cantidad objetiva del riesgo generado. Cuando tales acciones de precaución son beneficiosas en cuanto al costo, todas las partes ganarán con un acuerdo de doble estrategia de control de riesgo: asignando el riesgo total de una contingencia particular a la parte (o grupo) que mejor pueda influir sobre la cantidad del riesgo creada. A los accionistas, por ejemplo, se les asignan los riesgos de insolvencia creados por desfalcos o incompetencia de los administradores de la empresa porque son los más capaces de monitorear el accionar de los administradores. Si los demandantes concursales usaran una estrategia de control de riesgo, ellos acordarían que todos los riesgos del fracaso del negocio deberían ser asumidos individualmente.

El asumir individualmente el riesgo posiblemente resultaría en una mezcla de deuda y capital, crédito garantizado y no garantizado. Esta variedad claramente será deseable para un amplio ámbito de riesgos de negocios. Hay evidencia substancial que, en ciertas clases de transacciones, las funciones de créditos garantizados como único mecanismo contractual para controlar los conflictos de interés que de otra manera detendrían el desarrollo de prospectos de negocios financiados por deuda privada¹². La asignación individual de riesgos entonces permite a los deudores obtener la mezcla de deuda garantizada y no garantizada que mejor controle el conflicto deudor-acreedor.

En ciertas situaciones, las partes en un acuerdo entre acreedores pueden estar motivadas a seguir una estrategia complementaria: transfiriendo riesgos a otros que tengan una mayor tolerancia a las consecuencias del riesgo. Esta estrategia de transferencia del riesgo puede ser recomendable si los varios acreedores le pueden dar valores subjetivos distintos al mismo riesgo. Por lo tanto, la transferencia del riesgo reduce el costo del riesgo cuando éste es adjudicado a una de las partes que, aunque sea por razones psicológicas, le adjudica un valor monetario menor a ese riesgo.

El control de riesgo y la transferencia del riesgo son estrategias duales complementarias que reducen el riesgo adjudicándolo íntegramente a partes individuales. De esta manera, estas estrategias binarias se acomodan perfectamente en el concepto original del acuerdo entre acreedores. Todos los demandantes probablemente estarán de acuerdo en una serie de reglas de prioridades jerárquicas para implementar un esquema de asignación individual de riesgos. Sin embargo no todos los riesgos son asumidos mejor por un grupo en lugar de otro. Asignar riesgos concursales es considerablemente más complejo si las partes también consideran estrategias alternativas no complementarias. Una posibilidad es compartir el riesgo. Al compartir el riesgo de los eventos que no están especialmente bajo control de una parte u otra las partes pueden reducir la incertidumbre y así reducir potencialmente el costo del riesgo para algunos, si no para todos. Los demandantes adversos al riesgo se beneficiarán del acuerdo de riesgo compartido pues se reduce la variabilidad del riesgo; cada parte tiene una mayor probabilidad de incurrir en una pérdida menor.

Sin embargo, los acuerdos para compartir el riesgo son costosos de negociar *ex ante* porque las partes deben de resolver molestos temas de distribución. Además el costo de medir y dividir el producto de la negociación de los acreedores será más alto bajo el esquema de riesgo compartido. Por el contrario, las estrategias de lidiar con el riesgo individualmente son más fáciles de adoptar porque ellas dependen de explicaciones heurísticas simples y coherentes tales como la premisa que cada parte puede ejercer algún control sobre las variables endógenas que influyen los riesgos del negocio. Consecuentemente los costos de ejecución son más altos cuando las partes acuerdan compartir riesgos en lugar de asumir sus respon-

¹² Ver LEVMORE. “Monitors and Freeriders in Commercial and Corporate Settings”. Yale Law Journal, No. 92, 1982. p. 49 y SCOTT, Robert. “Relational Theory”, ver nota 4.

sabilidades individualmente.

Los costos anticipados de compartir el riesgo pueden sugerir que tales acuerdos inevitablemente serán vetados por los participantes en el acuerdo *ex ante*. Pero el acuerdo necesario entre los acreedores implica relaciones a largo plazo en las cuales muchas de las contingencias que influyen las posibilidades de negocios son inciertas y altamente interactivas. La relativa deseabilidad de cualquier acción preventiva (tal como la mejor manera de protegerse contra determinados tipos de mal comportamiento por parte del deudor) dependerá entonces de una serie de variables interactivas (tales como qué otros acreedores le estén otorgando crédito y en qué condiciones). Bajo estas circunstancias, las mayores precauciones por parte de los acreedores individuales no generarán beneficios sistemáticos.

De este análisis se desprende una clara deducción. Bien podemos predecir, en contra de los supuestos del modelo simple del acuerdo entre acreedores, que las partes del acuerdo entre acreedores adoptarían una estrategia mixta para asumir los riesgos. Generalmente se preferirían las estrategias individualizadas diseñadas para reducir el riesgo, pero para aquellos peligros comunes demasiado inciertos e interactivos para que sea relevante la acción individual se adoptaría alguna modalidad de riesgo compartido.

b. Compartir el riesgo como una forma de diversificar riesgos comunes. La presunción de que los acreedores en un acuerdo *ex ante* bien podrían incluir cierto nivel de colectivización del riesgo en su esquema de distribución, complica en cierta medida el argumento de que el valor de las prioridades no concursales deben ser respetadas. Bajo un esquema de riesgo compartido, la relación de prioridades teóricamente óptima entre varias clases de demandantes no necesariamente sería simple y lineal (A tiene prioridad sobre B), sino que dependería del tipo de riesgo que causó el fracaso del negocio. Por cierto, si el incumplimiento o la insolvencia tuvieran su causa en un desastre común el acuerdo óptimo sería una regla que obligue a los demandantes a compartir a prorrata.

De esta manera, ya no puede asumirse razonablemente que el acuerdo *ex ante* otorgaría a los acreedores garantizados el cien por ciento del valor de sus garantías en un procedimiento concursal, pues dicho resultado asume una asignación del riesgo basada en la acción dual de control y transferencia del mismo. En esta situación, es significativamente más difícil determinar cuáles resultados distributivos en los procedimientos concursales están en conflicto con el acuerdo

ex ante y cuáles resultados distributivos lo ponen en práctica.

Una cosa es afirmar que la colectivización del riesgo puede formar parte de la agenda de la negociación entre acreedores. Es totalmente otra cosa el predecir qué forma tomará este acuerdo para compartir el riesgo.

Una vez que los costos de ejecución se reintroducen al análisis se presenta nuevamente la pregunta: ¿cómo estructurarían las partes un esquema de riesgo compartido dentro de los límites de un sistema más amplio de asunción individual del riesgo? Aquí la relación entre las respuestas al fracaso de un negocio obtenido dentro de los procedimientos concursales y fuera de ellos son más precisamente enfocados. Los impulsos para compartir el riesgo no son característicos de los procedimientos concursales, pero puede resultar imposible ponerlos en práctica fuera de éstos. Existen grandes dificultades operativas para distinguir los riesgos comunes de aquellos asignados a demandantes particulares. Un intento de hacerlo caso por caso, ya sea dentro de un procedimiento concursal o fuera de uno, probablemente resultará excesivamente engorroso.

Por tanto, la falta de mecanismos contractuales para llevar a cabo esta clasificación no implica que ésta sea indeseable desde un punto de vista teórico. Un esquema de seguros previamente pagados que afecte una reducción parcial genérica en el retorno a los acreedores garantizados puede ser la única opción de ejecución viable. Mientras las partes del acuerdo entre acreedores sean recurrentes, o participen en varios acuerdos, este instrumento asegurador es una forma de difundir el riesgo más eficiente que el intento de distinguir en cada caso entre las contingencias que generan ya sea acuerdos de riesgo compartido o individual.

De aquí se desprende un punto importante sobre la distribución en las normas concursales. El hecho de que las normas concursales distributivas sean distintas de aquellas no concursales, no permite concluir que el régimen concursal colectivo viola el acuerdo entre acreedores. Por supuesto, tampoco significa que todas las reglas para compartir puedan justificarse en un procedimiento concursal. Si el actuar colectivo se aparta del resultado que ocurriría fuera de un procedimiento concursal, deberíamos preguntarnos por qué el sistema distributivo no concursal no adoptó el resultado de riesgo compartido y cómo se hará la clasificación entre riesgos comunes y particulares dentro de un procedimiento concursal.

Más adelante tomamos en cuenta varias de estas

preguntas. Por el momento sólo mencionamos que un acuerdo ampliado entre acreedores que tome en cuenta la naturaleza distinta de los riegos comunes puede acomodar cambios distributivos en un procedimiento colectivo como el concursal.

2. Ante la inminencia de un conflicto concursal

El problema de los incentivos perversos (o elección de foro) es un argumento poderoso para preservar el valor de las prioridades preconcursales en los procedimientos concursales. Es importante recordar, sin embargo, que los incentivos perversos son consecuencia inevitable de cualquier procedimiento concursal. Cualquier procedimiento colectivo, incluso uno que descarte el argumento de riesgo comparado recién analizado, inevitablemente altera las prioridades preconcursales de los participantes individuales.

Así, todo procedimiento colectivo inevitablemente genera conflictos de interés entre los demandantes¹³. Estos conflictos son especialmente severos cuando es evidente la proximidad de un procedimiento concursal. Mientras aumenta el riesgo de fracaso del negocio, un acreedor individual está motivado a coaccionar al deudor para que le pague una parte mayor del monto de su reclamo al que podría recuperar en un procedimiento concursal. Este problema subyace a las reglas concursales de preferencia¹⁴.

Sin embargo, las normas de preferencia son una condición necesaria, pero no suficiente, para controlar los conflictos de interés que surgen en la víspera de los procedimientos concursales. Surge un conflicto adicional producto de un problema de agencia común: aquellos que tienen cierto control sobre el poder de decisión del deudor tienen incentivos para tomar decisiones que los favorezcan, aunque esas decisiones perjudiquen los intereses de los demandantes como grupo. Una ley de transferencias fraudulentas, junto a otras reglas legales, responde a los ya comprendidos problemas de comportamiento interesado e inapropiado por parte de los administradores y

accionistas. El problema se presenta también en la decisión de iniciar un procedimiento concursal. Como se mencionó anteriormente, los propietarios residuales (como los accionistas) tienen tendencia a reaccionar usando tácticas de dilación ante la posibilidad de un procedimiento concursal, aunque dicha dilación no sea acorde al interés de los demandantes como grupo. Uno de los problemas más espinosos del procedimiento concursal -asegurar que los procedimientos concursales empiecen en el momento indicado- surge de este conflicto.

3. El dilema de la valorización: el problema de las inversiones de capital específicas

El modelo del acuerdo simple entre acreedores presume que los esfuerzos de todos los demandantes en el acuerdo *ex ante* están dirigidos a maximizar el bienestar del grupo, medido en términos monetarios u otros términos objetivos. A primera vista esto no evidencia problemas. El valor de una sociedad empresarial común y corriente está basado en la presunción estándar de la maximización de utilidad. Sin embargo, un número de empresas que enfrentan procedimientos concursales no encajan adecuadamente en este paradigma.

Por ejemplo, las sociedades pequeñas y manejadas de forma cerrada, particularmente aquellas en las cuales un solo propietario-administrador es titular de la inversión de capital, pueden ser mejor descritas como una combinación de valores objetivos e idiosincrásicos. Al menos en algunas de estas empresas, el propietario-administrador se anticipará realizando inversiones no pecuniarias o sentimentales significativas durante la vida de la empresa. Estas inversiones reflejan algunas metáforas comunes como "es el trabajo de mi vida", y "mi nombre está en la puerta". Más aún, la inversión específica de un propietario-administrador es esencialmente no diversificable. Entonces, un empresario adverso al riesgo podría asumir un grado de riesgo que, sin otras maneras de reducción de riesgo, lo dejaría con un retorno menor al óptimo.

¹³ Ciertamente, muy aparte de las preocupaciones de colectivización, los derechos de ejecución por incumplimiento, por sí mismos, generan conflictos de interés entre demandantes. Una empresa valorizada en \$80 si fuese vendida y convertida en dinero hoy, pero con una posibilidad de 50% de valer \$150 en algunos años y una posibilidad de 50% de valer \$50, enfrenta un conflicto de interés entre un acreedor por \$90 y un tenedor de capital. Será necesaria una renegociación para preservar el valor excedente de esta empresa en marcha. Este conflicto existe porque demandantes con distinta prioridad sobre los activos tienen una percepción distinta sobre qué hacer con ellos. Cualquier separación del poder de decisión del resultado generado con dicha decisión introduce este conflicto, como lo demuestran muchos escritos existentes sobre problemas de agencia. Ver por ejemplo, FAMA. "Agency Problems and the Theory of the Firm". *Journal of Political Economics*, No. 88, 1980. p. 288. y JENSEN y MECKLING. "The Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure". *Journal of Financial Economics*, No. 3, 1976. p. 305.

¹⁴ Ver el capítulo 11 del *U.S. Code* sección 547 (1982 y Supp. IV 1986).

¿En qué sería distinto el acuerdo entre acreedores si se relaja el supuesto de valoración objetiva? Asumamos inicialmente que todo acuerdo al cual las partes lleguen puede ser ejecutado sin costo. En estas condiciones, los deudores que anticipen hacer inversiones de capital específicas a la empresa estarían dispuestos a adquirir cobertura adicional de seguros para proteger dichas inversiones. En teoría, esta protección sería otorgada en varias maneras distintas. Pero las opciones comunes tales como pagos monetarios podrían estar sujetos a falsos reclamos y al azar moral. Una alternativa menos costosa sería ofrecer al capital una oportunidad más generosa de recuperación. Esta forma de seguro pagado por adelantado reduciría el riesgo de liquidación inducido por el hecho de que, salvo por el valor idiosincrásico, la empresa insolvente puede valer más muerta que viva.

La evidencia de que el valor idiosincrásico no se protege fácilmente a través de seguros de terceros, refuerza el supuesto de que las partes que anticipan estas inversiones pueden asegurarse de modo más eficiente modificando los términos del propio acuerdo *ex ante*¹⁵. Esta cobertura aseguradora incorporada es entonces una forma de riesgo compartido, del tipo que hemos examinado anteriormente. Por ejemplo, los acreedores en las negociaciones pueden acordar reducir los pagos a los acreedores garantizados o restringir la ejecución de los bienes dados en garantía cuando estas medidas puedan mejorar marginalmente las probabilidades de recuperación. Es importante enfatizar que este argumento supone que el propietario-administrador que contempla inversiones idiosincrásicas se interesaría solamente en comprar una mayor posibilidad de recuperación para la empresa. Es decir, las inversiones específicas a la empresa impulsan una forma de seguro de reorganización, pero no un seguro contra la liquidación en todas las circunstancias.

Sin embargo, este análisis no es, por sí mismo, suficiente para justificar una regla de riesgo compartido entre el capital y los acreedores en un procedimiento concursal. Aun cuando hemos descrito a una clase de tenedores de capital demandantes "merecedora", ¿sobre qué base se puede distinguir a este grupo de otros —de aquellos totalmente diversificados por ejemplo— que no pagarían para asegurarse contra la pérdida de valor idiosincrásico? Es más, cualquier sistema que intente poner en práctica aquel esquema asegurador se enfrenta a un problema de clasificación adicional.

Los reclamos de protección legítimos contra la destrucción del valor idiosincrásico serán difícilmente diferenciables de los reclamos ilegítimos, como los producidos cuando la incompetencia o negligencia de los accionistas o la mala administración son la causa de los problemas de la empresa.

Por estas razones, es tentador argumentar que las alternativas no concursales, especialmente los mecanismos contractuales ordinarios, son los medios óptimos para estructurar un esquema asegurador tan complejo.

Puede suceder, sin embargo, que los problemas de actuación colectiva en un sistema de cobro individual sean tan paralizantes que ningún acreedor estaría de acuerdo con una forma de seguro de reorganización sin la seguridad de que todos los demás acreedores acatarían las reglas. Los problemas de ejecución fuera de un procedimiento concursal pueden significar que no haya opciones contractuales disponibles, aunque el seguro de reorganización fuese de otra forma deseable. Una solución colectiva como el procedimiento concursal puede ser el único lugar para determinar si el beneficio del seguro es apropiado en un caso particular.

4. Efectos distributivos no consensuales

Sin importar cuál sea el acuerdo *ex ante*, cualquier sistema concursal inevitablemente estará sujeto a efectos distributivos azarosos y asistemáticos. Las distribuciones *ad hoc* pueden resultar de malas interpretaciones, por parte de quienes toman las decisiones, de políticas adecuadas o de los esfuerzos de demandantes individuales para asegurarse una porción desproporcionada del conjunto de activos. Éstas también pueden resultar de los intentos por decidir en torno a valores relativos usando principios bastante crudos. Estos efectos son algunos de los costos de ejecución que influenciarán el extremo hasta el cual puedan realizarse los objetivos de los acreedores que participan en el acuerdo.

Más interesantes que estos efectos asistemáticos, son las distribuciones a terceros que no puedan ser considerados cabalmente como partes en el acuerdo entre acreedores. Estos terceros no participantes pueden incluir intereses no consensuales como es el caso de quienes demandan por responsabilidad extracontractual, residentes de la comunidad en la

¹⁵ Ver GOETZ y SCOTT. "Liquidated Damages, Penalties and the Just Compensation Principle: Some Notes on an Enforcement Model and a Theory of Efficient Breach". Columbia Law Review, No. 77, 1977. pp. 578-83.

cual está situado el negocio, o cualquier otro afectado por la liquidación de la empresa.

En cierto sentido, estos demandantes pueden compararse con las víctimas de un desastre común, como una inundación. Cuando una comunidad es devastada por una inundación, con frecuencia se declara un estado de emergencia, y las víctimas son asistidas con fondos públicos. Es apropiado que el Estado responda cuando estas catástrofes son inevitables. Es curioso, sin embargo, que estemos también dispuestos a cooperar cuando el desastre era previsible, como el caso de aquellos individuos que elijan permanecer en una llanura inundable. Del mismo modo, quienes demandan por responsabilidad extracontractual, empleados retirados, residentes de la comunidad, y otros terceros afectados pueden ser considerados "víctimas" del fracaso del negocio y del procedimiento concursal. Dado que estas partes no tienen la oportunidad de protegerse con garantías, puede argumentarse que "merecen" una distribución de los activos en los procedimientos concursales en igual medida que las víctimas de una inundación merecen asistencia.

No es nuestro objetivo ahora valorar la invocación normativa de esta visión¹⁶. Para nuestros propósitos acá, es importante solamente resaltar que cualesquiera sean fundamentos de un reclamo, la sociedad le debe a tales víctimas protección contra el desastre, esta protección no se deriva de los arreglos consensuales que suscribiría cualquier negociación entre acreedores *ex ante*.

Distribuciones a demandantes extracontractuales son conceptualmente diferentes de aquellas que hubieran sido acordadas en cualquier negociación en la cual el interés individual propio fuera una figura central. En efecto, en cierto sentido, podría ser analíticamente correcto sugerir que los problemas que alientan la distribución a víctimas extracontractuales de desastres comunes no son problemas "concursoales". Para estar seguros, los participantes individuales en el acuerdo entre acreedores presumiblemente estarían tan dispuestos a apoyar a estos demandantes como a cualquier otra causa caritativa. Desde la perspectiva del colectivo, sin embargo, estas formas de redistribución serían vistas como costos de procedi-

miento concursal que debilitarían, al menos en parte, los objetivos primarios de colectivización.

II. APLICANDO EL MODELO: UN ANÁLISIS DE LOS EFECTOS DISTRIBUTIVOS DEL PROCEDIMIENTO CONCURSAL

La formulación del desastre común incrementa la complejidad del modelo del acuerdo entre acreedores. Tal complejidad no es en sí misma deseable. En efecto, la prueba que cualquier modelo debe superar es la de si predice o explica mejor los rasgos observados del procedimiento concursal. Someter a prueba al modelo enriquecido no es fácil. Como esfuerzo preliminar, hemos escogido (dos) rasgos prominentes del procedimiento concursal en los cuales los efectos distributivos comúnmente se observan:

1. el cálculo de tiempo-valor requerido para reembolsar a los acreedores garantizados por los costos de las demoras; y,
2. la implementación los planes de reestructuración del *Chapter 11*.

Ahora consideremos si es que una versión más completa del acuerdo entre acreedores explica mejor las tensiones aparentes que marcan estos rasgos de la ley concursal federal.

A. Reembolso por los costos de las demoras: el problema tiempo-valor

1. El dilema de la valorización

Cuando las deudas garantizadas por activos específicos son convertidas en pagos diferidos en efectivo se genera, siempre que sea sutil, una forma penetrante de redistribución concursal. Presentar una solicitud de insolvencia opera como una suspensión automática a cualquier acción del acreedor garantizado para cobrar reclamos o tomar el bien entregado en garantía¹⁷. Un acreedor garantizado puede ser liberado de esta suspensión sólo probando que el deudor no tiene interés en el capital de los activos garantizados y que los activos no son necesarios para la reestructuración, o que el bien dado en garantía está poniéndose en peligro¹⁸. Mientras tanto, el deudor en posesión (o el

¹⁶ Para un análisis detallado de estas preguntas dentro del contexto del problema particular de regulación de servicios públicos y normas concursales, vean EINSBERG. "Bankruptcy in the Administrative State". *Law & Contemporary Problems*, 1987. p. 3; vean también ROE. "Bankruptcy and Mass Tort". *Columbia Law Review*, No. 84, 1984. p. 846. La actual ley del procedimiento concursal no satisface a los futuros demandantes por responsabilidad extracontractual, por ello el Código Concursal debería ser cambiado para dar a tales demandantes poderes para iniciar la reestructuración.

¹⁷ Ver el capítulo 11 del *U.S. Code*, sección 362 (a)(4)(1982) (la presentación para un procedimiento concursal funciona como una suspensión de "cualquier acto a ... perfeccionar, o ejecutar cualquier embargo contra propiedad del patrimonio.")

¹⁸ *Ibid.* sección 362 (d) ver también *Southwest Fla. Prod. Credit Ass'n* contra *Jacobsen J-J Ranch, Inc* (In re *Jacobsen J-J Ranch Inc*) 4 Bankr Ct. Dec. (CRR) 245 (Bankr M.D. Fla. 1978)

depositario concursal) puede continuar operando el negocio siempre y cuando la parte garantizada cuente con protección adecuada¹⁹.

Evaluar el tema de si la parte garantizada tiene derecho a ser liberada de la suspensión o si es que la protección es adecuada presenta molestas controversias de valorización. Esto es especialmente cierto cuando la protección ofrecida son pagos periódicos en efectivo. Asimismo, un plan de reestructuración puede ser impuesto a pesar de las objeciones de una clase de acreedores perjudicados si ofrece pagos en efectivo "justos y equitativos"²⁰. Obviamente, el determinar si la protección de los acreedores es suficiente en cada caso dependerá de cómo sean valorizadas las participaciones de los acreedores²¹.

Un aspecto importante de este tema es si un acreedor no garantizado tiene derecho a alguna protección por los costos de la demora misma. La Corte Suprema de los Estados Unidos recientemente sostuvo en el caso EE.UU. *Savings Association of Texas contra Timbers of Inwood Forest Associates*²² que las disposiciones del Código Concursal negaban que un acreedor no garantizado tuviera derecho a ser compensado por los costos de oportunidad de las demoras causadas por el procedimiento concursal. Entonces, en lo referido al período de duración del procedimiento concursal en el cual sea efectiva la suspensión automática, estos costos de demora no pueden ser recuperados.

El resultado en el caso *Timbers* es más bien inconsistente con el modelo simple del acuerdo entre acreedores, que ve a la suspensión automática como una renuncia de un acreedor garantizado a los derechos de ejecución otorgados por la ley estatal. Mientras que la política de un procedimiento concursal puede requerir que el acreedor garantizado deje el activo en su lugar para beneficiar a los demandantes como grupo, nada en esta política requiere que el acreedor garantizado soporte cualquiera de los costos del procedimiento concursal. Entonces, *Timbers* contradice

la premisa del acuerdo simple entre acreedores que establece que el valor relativo de las prioridades adquiridas en un procedimiento concursal no debería ser obtenido de quienes están fuera del procedimiento concursal, excepto en lo que fuere necesario para poner en práctica el procedimiento colectivo.

Este alejamiento del acuerdo simple entre acreedores es menos claro, aunque evidente, en la conclusión de un procedimiento concursal. En este momento, a un acreedor garantizado típicamente se le ofrecerán pagos diferidos en efectivo por el equivalente al actual valor descontado del bien dado en garantía. A pesar que el valor del tiempo está explícitamente incorporado en la ley²³, la clave del proceso de conversión es la elección de una tasa de descuento apropiada. Para evitar cualquier efecto distributivo, la corte debe otorgar una tasa de descuento similar a la tasa que los acreedores recibirían bajo ley estatal por garantías comparables en manos de un deudor (post concursal) comparable. Asumiendo la presencia de una cláusula de aceleración²⁴, los acreedores garantizados tienen derecho a la deuda principal completa ante un incumplimiento. Esta cantidad, pagada en efectivo o por apropiamiento de bien dado en garantía, puede ser reinvertida a la tasa de interés actual del mercado.

Algunas cortes concursales han otorgado a los acreedores garantizados tasas similares a las del mercado en ese momento²⁵. Una cantidad mayor de cortes concursales se ha negado a seguir esta tendencia, y en su lugar han adoptado una variedad de tasas distintas a la tasa del mercado en ese momento por préstamos similares. Con frecuencia, es claro que las cortes endosan redistribución de acreedores garantizados a acreedores no garantizados y al capital. Una tasa comúnmente adoptada es la tasa pagadera por contribuyentes morosos, el promedio predominante del *prime rate* cotizado por bancos comerciales a negocios grandes²⁶. Otras cortes han otorgado la tasa del cupón de rendimiento (*coupon yield*) de cincuenta y dos semanas de *Treasury Bills*²⁷.

¹⁹ Ver el capítulo 11 del *U.S. Code*, sección 361 (1982 and Supp IV 1986). La corte tiene un amplio margen para determinar cuál protección es la adecuada, incluyendo disposiciones para reemplazar embargos, pagos periódicos en efectivo, o el "equivalente indubitable" del reclamo patrimonial del acreedor.

²⁰ Ver el capítulo 11 del *U.S. Code*, sección 1129 (b) (1) (1982).

²¹ Ver FORTGAND y MAYER. "Valuation in Bankruptcy". *UCLA Law Review*, No. 32, 1985. p. 1061. (evaluación de activos, responsabilidades y distribuciones).

²² 108 S. Ct 626 (1988).

²³ Ver el capítulo 11 del *U.S. Code*, sección 1129 (b)(2)(A)(i) (1982 and Supp IV 1986) (siempre y cuando un acreedor garantizado reciba en el transcurrir del tiempo el valor actual de su pretensión garantizada permitido para que un plan propuesto de reestructuración pueda obtener aprobación de la corte).

²⁴ La ley concursal otorga tal cláusula de aceleración como una regla "off the rack" bajo la sección 502, sujeta a reinstalación bajo sección 1,124 (2). Ver *Ibid.* secciones 502,1124 (2).

²⁵ Ver por ejemplo, *Memphis Bank & Trust Co. contra Whitman* 692 F2d 427, 429,431 (6th Cir 1982) *In re Scovill*, 18 Bank 633, 634 (*Bank D. Neb* 1982) *In re Landmark at Plaza Park Ltd.*, 7 *Bankr* pp. 653, 657-8 (*Bankr D.N.J.* 1980).

²⁶ Ver por ejemplo *In re Caudle*, 13 *Bankr* 29, 37-8 (*Bankr W.D. Tenn* 1981); *In re Ziegler*, 6 *Bankr* 3 (*Bankr S.D. Ohio* 1980).

²⁷ Ver por ejemplo *In re Fisher*, 29 *Bankr* pp. 542, 543 (*Bankr D. Kan* 1983).

Tomados en conjunto, estos casos reflejan una fuerte imagen del procedimiento concursal: los acreedores garantizados no tienen derecho a las tasas actuales del mercado porque proteger por completo sus intereses necesariamente reduciría la participación otorgada a acreedores no garantizados y al capital. La desprotección de los "costos de demora" en que los acreedores garantizados incurran durante el procedimiento concursal parece ser una clara violación a la norma maximizadora, no concordando con el acuerdo simple entre acreedores.

2. La negación del reembolso como un seguro de riesgo compartido

La explicación del problema de tiempo-valor en el riesgo compartido recae en la dificultad de distinguir *ex ante* entre riesgos sujetos a control individual y esos riesgos comunes que están tan interrelacionados que no es posible la reducción de riesgo. Nosotros podemos no ser capaces de decidir de manera simple quienes entre los accionistas y acreedores no garantizados merecen compensación y quienes no tomaron las precauciones preconcursales necesarias. Si este es el caso, negarles protección a los acreedores garantizados contra la dilación o seleccionar una tasa menor que un descuento compensatorio son métodos para distribuir el riesgo de insolvencias debidas a desastres comunes a través de las partes que usen el procedimiento concursal. Éstas son, en efecto, formas de seguro de insolvencia. Los acreedores garantizados en la negociación *ex ante* asignarán simplemente una prima por asumir la carga del componente de riesgo compartido de la relación del crédito. Ante un procedimiento concursal, el uso del descuento de tasas menores a las del mercado permite una forma relativamente simple de estructurar el pago del esquema del seguro. La prima del seguro será pagada voluntariamente por los acreedores no garantizados si el costo explícito de la prima es menor que el aumento en el costo del riesgo si todos los riesgos fueran asumidos individualmente.

En suma, la adopción de una tasa de descuento sistemática y predecible que tenga un retorno menor al valor de tiempo completo (*full time*) al acreedor garantizado es consistente, en teoría, con el acuerdo ampliado entre acreedores. Si la incidencia de riesgos

comunes es significativa, los acreedores garantizados, los acreedores no garantizados y los tenedores de capital demandantes probablemente estarán de acuerdo en asegurarse contra dichos riesgos a través del esquema de riesgo compartido. La imposición de los costos de la demora a los acreedores garantizados para incrementar el retorno esperado por los acreedores generales es una forma plausible de administrar dicho esquema.

B. Reestructuración bajo el *Chapter 11*

1. El argumento en favor de la reestructuración

En ningún lugar son más pronunciados los efectos distributivos del procedimiento concursal y su justificación más incierta, que en la reestructuración corporativa bajo el *Chapter 11*. Por cierto, como Douglas Baird ha señalado, el argumento en favor de la reestructuración a través del *Chapter 11* es difícil, en el mejor de los casos²⁸. La perspectiva del acuerdo entre acreedores pone en tela de juicio la justificación tradicional para el procedimiento de reestructuración.

Por seguridad, con frecuencia el patrimonio total del acreedor se maximiza al mantener el valor de la empresa en marcha. El valor de la empresa en marcha, sin embargo, se puede realizar en una liquidación bajo el *Chapter 7* simplemente con la venta del negocio a un tercer comprador. Más aún, una venta a terceros sería generalmente la forma óptima de maximizar el valor del activo. Tal venta genera valores de mercado que son más fáciles de establecer y más simples para administrar; esto promueve una búsqueda de empresas que puedan ser recuperadas e incrementa la habilidad de los compradores. Al permitir una medición exactamente la parte de cada demandante, una venta en efectivo reduce los conflictos entre varios demandantes²⁹.

Aun en los casos donde la característica distintiva de una empresa sea la contribución única o idiosincrásica del propietario-administrador, una reestructuración no es necesaria para maximizar el valor del activo. Los problemas de subvaluación —la justificación tradicional para el procedimiento del *Chapter 11*— pueden ser resueltos en esos casos por el propietario-administrador al recomprar la empresa de un tercero (o siendo parte del sindicato comprador).

²⁸ BAIRD, Douglas. "The Uneasy Case for Corporate Reorganization". *Journal of Legal Studies*, No. 15, 1986. p. 127.

²⁹ Ver ROE. "Bankruptcy and Debt: A New Model for Corporate Reorganization". *Columbia Law Review*, No. 83, 1983. p. 527. Un intento de imitar dicho resultado en el contexto del *Chapter 11* está publicado en BECHUK. "A New Approach to Corporate Reorganizations". *Harvard Law Review*, No. 101, 1988. p. 775. (uso de opciones para proveer de títulos de diferentes clases en las garantías de las firmas reorganizadas).

La alternativa de una venta a valor de mercado, sin embargo, sería apropiada si es que no se exige compartir el riesgo (salvo lo ya reflejado en las reglas y contratos no concursales) o si las características del riesgo compartido pueden ser introducidas en la distribución de utilidades de la venta. Por otro lado, si ciertas modalidades del riesgo compartido son deseables, y si se justifica hacer ajustes en las relaciones entre varias clases de demandantes, el argumento en favor de la reestructuración es más poderoso.³⁰

El argumento en favor de la reestructuración se ve adicionalmente reforzado si hacemos una presunción "multirrelacional" más compleja. Tal presunción aumenta la complejidad de los acuerdos de riesgo compartido y le resta maleabilidad a las soluciones de mercado a los problemas de valorización. Supongamos que un banco financiero común, varios proveedores del rubro, un grupo de empleados claves y el propietario-administrador han hecho todas las inversiones específicas en la empresa. Asumamos además que estas contribuciones son sinérgicas. Estas sinergias son producto de varias economías de escala, coordinación y aglomeración. Bajo estas condiciones, se vuelve muy costoso negociar entre todos los demandantes afectados para asegurar su participación en la compra. Además, las partes deben negociar sobre futuras contribuciones así como los acuerdos pasados de riesgo compartido. Estas dificultades en las negociaciones se ven exacerbadas por la limitación temporal. Mientras que un comprador finalmente puede llegar a un acuerdo con todas las partes afectadas, la valorización de las sociedades multirrelacionadas es costosa y los costos de búsqueda son altos.

¿Puede un procedimiento de reestructuración mejorar alguno de estos problemas? Algunas de las disposiciones del *Chapter 11* corresponden a las dificultades de las negociaciones multipartidarias, mientras otras promueven, de manera discutible, los acuerdos de riesgo compartido. Los problemas de negociaciones multipartidarias son mejoradas por reglas que permiten a la gerencia actual permanecer como el deudor

en posesión y tomar decisiones del negocio sin ser estorbados por los esfuerzos para reestructurar³¹. Estas disposiciones reducen la urgencia de la formulación de un plan viable. Más aún, las obligaciones de revelar información contenidos en la sección 1,125 exige que cada demandante en cuestión "muestre su mano".³² La revelación de información tiende a reducir el comportamiento estratégico que resulta de la asimetría informativa e impide la negociación multipartidaria.

Por otro lado, el riesgo compartido es fomentado por las reglas del *Chapter 11*, las cuales proveen apalancamiento para los acreedores no garantizados y los demandantes residuales durante el proceso de negociación. Por ejemplo, la sección 1121(b) otorga al deudor el derecho exclusivo por 120 días para proponer un plan de reestructuración³³. Los estudios sobre la influencia de la agenda confirman el apalancamiento sustancial que esto provee al deudor (y a la gerencia existente) al negociar sobre cualquier propuesta para reestructurar la sociedad³⁴.

A pesar de estas disposiciones, los ambiciosos objetivos del *Chapter 11* se ven amenazados por sustanciales problemas de ejecución. Para poder otorgarle a la sociedad una estructura de capital sólida, las partes deben recapitalizar para evitar que la sociedad sea sobrecargada por la deuda y por los cargos fijos por interés. En su momento esto presenta un nuevo problema. No sólo debe el procedimiento de reestructuración determinar el valor de la empresa en marcha, pero ahora debe determinar también la nueva estructura de capital. Por lo tanto, la reestructuración es necesariamente un procedimiento más complejo y atenuado, e inevitablemente presenta muchas más oportunidades para el abuso.

2. Los efectos distributivos de la reestructuración

Hay buenos motivos para creer que los procedimientos del *Chapter 11* fomentan la redistribución entre los grupos de demandantes, especialmente en el caso de

³⁰ Uno puede, por supuesto, tratar de imponer características de riesgo compartido en la distribución de los réditos de la venta. Pero una vez que las reglas operativas de la sección 726 para la distribución se abandonan, algo como las reglas que se encuentran en el *Chapter 11* necesariamente se tienen que reintroducir. Ver el capítulo 11 del *U.S. Code*, sección 726 (1982 y Sup IV 1986). Si esto es así, no se habrá ganado mucho al reacomodar al *Chapter 7* y de ahí introducir las reglas del riesgo compartido en el proceso de distribución.

³¹ Ver *Ibid.* secciones 1107(a), 363(c)(1)(1982 y Sup. IV 1986). La sección 1,107 permite a la administración existente en un caso de *Chapter 11* permanecer como deudor en posesión con "todos los derechos...poderes...y deberes" del síndico. Entre otros derechos el síndico está autorizado bajo sección 363(c)(1) a "entrar en transacciones, incluyendo la venta o el *leasing* de las propiedades del patrimonio, en el curso ordinario del negocio... y puede usar las propiedades del patrimonio en el curso ordinario del negocio, sin notificación o audiencia."

³² *Ibid* sección 1125 (1982 y Sup. IV 1986)(cualquier demandante que solicite la aprobación de un plan de reestructuración debe proporcionar una declaración aprobada conteniendo información adecuada de tal manera que un inversionista razonable pueda hacerse un juicio informado sobre el plan).

³³ Ver el capítulo 11 del *U.S. Code*, sección 1,121(b)(1982).

³⁴ Ver LEVINE y PLOTT, "Agenda Influence and Its Implications". *Virginia Law Review*, No. 63, 1977. p. 561.

las empresas multirrelacionadas y las cerradas. Un simple ejemplo puede ilustrar cómo la dinámica de reestructuración promueve la redistribución.

Asumamos que *Old Corp.* ingresa al *Chapter 11* con la siguiente estructura de deuda: se debe \$3 millones a un banco con garantía y \$4.5 millones a los acreedores del rubro. Asumamos además, que el valor de *Old Corp.* como empresa en marcha es \$6 millones y que su valor de liquidación si sus activos son vendidos gradualmente es de \$4.5 millones. Obviamente, el interés del banco es cobrar inmediatamente, ya que no tiene nada que ganar si espera, y la situación podría deteriorarse. Por otro lado, el administrador-propietario y los otros accionistas tienen motivos para esperar, bajo todo punto de vista. Esto se debe a que los accionistas tienen en ese momento muy pocas probabilidades de conseguir algo, ellos no tienen nada que perder al esperar (excepto la pérdida de oportunidades), y la situación siempre podría mejorar. El tercer grupo, los acreedores del rubro, tiene los mejores incentivos para maximizar el valor de la sociedad ya que ellos tienen algo que ganar como también algo que perder en la decisión entre liquidar inmediatamente y dilatar el procedimiento. Bajo estas circunstancias, un modelo simple de maximización permite a los acreedores no garantizados decidir sobre el destino de la sociedad. La experiencia en estos casos, sin embargo, sugiere que no es probable que este resultado se produzca.

El caso de *Lionel Corp.*³⁵ evidencia la renuencia de las cortes a adoptar el concepto de reestructuración por maximización de activos. La corte se vio confrontada con la cuestión de si la sección 363(b) puede ser usada para vender la mayoría de los activos sociales de una sociedad que se acoge al *Chapter 11*³⁶. La corte, para proteger a los demandantes de menor rango, sostuvo que debe haber una justificación expresa para vender que no sea la de calmar a los acreedores. En este caso, la única justificación para la venta fue la presión por los acreedores mayoritarios no garantizados para una resolución más rápida de los procedimientos, y la necesidad de acelerar el procedimiento no fue tomada en cuenta.

En términos de maximización de activos, la decisión *Lionel* parece a todas luces equivocada. Si el objetivo es maximizar el patrimonio del total de los acreedores, entonces la junta de acreedores es el ente que mejor tomará decisiones. Por lo tanto, desaprobar una venta de acuerdo con la sección 363(b) en estas circunstancias sólo puede alentar un concurso con riesgos compartidos restringiendo el acceso a los acreedores a su parte del patrimonio concursal. Estas restricciones sirven para aumentar la habilidad de ciertos acreedores no garantizados y capital para negociar un plan de reestructuración que distribuya parte del patrimonio de los acreedores a otros demandantes.

3. Prioridad absoluta y contribución

Es tentador sugerir que casos como el de *Lionel*, y las reglas procedimentales que ofrecen mayor apalancamiento a los tenedores de capital, son insignificantes dados los requerimientos de prioridad absoluta contenidos en las reglas de "imposición" de la sección 1129(b)³⁷. La regla de prioridad absoluta le prohíbe a una clase de demandantes participar en una reestructuración a menos que todas las clases superiores hayan sido totalmente compensadas. En vista de que las sociedades deudoras usualmente no tienen suficientes activos para compensar las acreencias por completo, y debido a que el capital tiene la prioridad más baja, la regla de prioridad absoluta aparentemente excluye a los tenedores de capital de participar en una reestructuración.

La regla de contribución, sin embargo, hace relucir la prioridad absoluta, atenuando el impacto de la sección 1129(b) de los tenedores de capital. Bajo la regla de contribución, al capital se le permite participar en una reestructuración si es que hace una nueva contribución al capital de la sociedad, siempre que las contribuciones sean proporcionales a su participación en el capital de la compañía reorganizada.

A primera vista, la regla de contribución puede parecer consistente con la prioridad absoluta porque implica exigir a los tenedores de capital un valor adicio-

³⁵ *Committee of Equity Sec. Holders contra Lionel Corp. (In re Lionel Corp.)*, 722 F.2d 1,063 (2d Cir. 1983); ver también *Official Comm. Of Equity Sec. Holders contra Mabe*, 832 F.2d 299 (4th Cir. 1987) (no se debe para pagar a algunos acreedores antes de consumar el plan de reestructuración), cert. denegada, 108 S. Ct. 1,228 (1988).

³⁶ La sección 363(b)(1) del Código Concursal establece que "el síndico, después de la notificación y de la audiencia, puede usar, vender, o dar en *leasing* la propiedad de la empresa en forma distinta al curso ordinario del negocio."

³⁷ El Código Concursal, en su sección 1129(b), autoriza a la corte concursal para que, si el plan no discrimina injustamente y es "justo y equitativo" para las clases disidentes, confirme el plan de reestructuración, no obstante las objeciones de la clase de demandantes perjudicados. Ver *Ibid.* sección 1129(b)(1). El lenguaje "justo y equitativo" ha sido tomado para incorporar la regla judicial de prioridad absoluta: *Case contra Los Angeles Lumber Prods. Co.*, 308 U.S. 106, 115-19 (1939).

nal. Pero otorgar al capital el derecho exclusivo para adquirir una posición en la sociedad reestructurada es por definición una violación a la prioridad absoluta. El derecho a hacer una contribución es en sí mismo un derecho de propiedad, sin importar las condiciones bajo las cuales se hizo la contribución. Más aún, la regla de la contribución viola la norma de maximización siempre que el "valor" de la participación en el capital exceda el "valor" de la contribución, lo cual sucede generalmente. Si no fuera así, los tenedores de capital obviamente no promoverían el intercambio.

Los efectos distributivos de la contribución pueden ser triviales si la regla, al ser interpretada por la corte, se limitara estrictamente a las contribuciones "en dinero o en valor de dinero"³⁸. Pero recientemente los riesgos han sido más altos. Por ejemplo en el caso *Ahlers*, la Corte de Apelaciones de los Estados Unidos por el Octavo Circuito confirmó un plan de reestructuración en el cual los accionistas prometieron contribuir con labor futura en la granja familiar³⁹. Aunque esto fue revertido por la Corte Suprema⁴⁰, en la opinión del Octavo Circuito el caso *Ahlers* ofrece mayor evidencia de la voluntad de la corte de aceptar sustitutos a las contribuciones en efectivo siempre que la contribución pueda ser medida monetariamente. A pesar del revés de *Ahlers*, la aceptación generalizada de los sustitutos al dinero, aunque sean vistos como contribuciones al capital, le permite al capital proponer planes confirmados de reestructuración en contextos donde la reestructuración de otra manera no ocurriría.

4. Explicaciones de desastres comunes para la reestructuración

La persistente tendencia para compartir los riesgos concursales revelado en *Lionel*, en la opinión del Octavo Circuito en *Ahlers*, y en las reglas estructurales del *Chapter 11*, puede, por lo menos teóricamente, estar justificada en el acuerdo ampliado entre acreedores. Una justificación para la distribución del *Chapter 11* es la diversificación mediante el riesgo compartido. Respecto a los riesgos comunes, las partes con aversión al riesgo prefieren diversificar. Como ya hemos visto, una manera de hacer esto es dividir y compartir. El compartir reduce la incertidumbre y el comportamiento egoísta. Es una estrategia deseable cuando el asumir

el riesgo individualmente resulte improductivo. Como antes, dados los costos de decidir si la insolvencia resultó de un riesgo que fue individualmente asignado o de un riesgo que fue compartido equitativamente, una parcial pérdida de precisión en las prioridades concursales puede ser una cruda, pero efectiva respuesta al problema general.

Una segunda explicación a la estructura peculiar del *Chapter 11* y de su interpretación judicial descansa en el supuesto de la inversión específica en la empresa. El acuerdo ampliado entre acreedores presume que el propietario-administrador de una sociedad cerrada frecuentemente tiene valores sentimentales o idiosincrásicos invertidos en la empresa. El *Chapter 11* funciona, entonces, como una suerte de seguro de recuperación, una seguridad ya negociada contra la pérdida del valor idiosincrásico. Este concepto parece explicar porqué las cortes concursales reconocen el derecho exclusivo del capital para invocar la regla de la contribución. La contribución es un método particularmente apropiado para sociedades "relacionadas" para asegurarse contra las pérdidas no pecuniaras asociadas con la disolución.

Una encuesta de casos de contribución revela patrones burdamente congruentes con el concepto ampliado del acuerdo hipotético. La regla de la contribución se invoca generalmente en procedimientos para reestructurar sociedades pequeñas y cerradas. Los negocios cuyas propuestas de reestructuración basadas en la contribución se han confirmado van desde una compañía pequeña de suministros de construcción hasta una tienda de uniformes⁴¹.

En el caso *Landau Boat Co.*⁴² es ilustrativo como la corte ha aplicado la regla de contribución. El plan de reestructuración del deudor original fue rechazado ya que la propuesta hubiera permitido al capital mantener sus derechos sin haber compensado completamente a los acreedores no garantizados. El nuevo plan entonces basó la retención del capital contribuido por los "suscriptores" quienes recibirían una acción en la sociedad reestructurada por cada dólar de contribución. Se exigió que los suscriptores prestaran a la sociedad \$3 por acción. La corte concursal confirmó el plan a pesar de las objeciones de los acreedores garantizados y no garantizados⁴³.

³⁸ Ver Caso, 398 U.S. al 123 (la participación de los tenedores de capital "debe estar basada en la contribución en dinero o en valor de dinero, razonablemente equivalente en vista de las circunstancias de la participación del [tenedor de capital]"),

³⁹ *Ahlers contra Northwest Bank Worthington (In re Ahlers)*, 794 F.2d 388 (cir. 8 1986), revisado 108 Corte Suprema 963 (1988).

⁴⁰ *Northwest Bank Worthington contra Ahlers* 108 Corte Suprema 963 (1988).

⁴¹ Ver por ejemplo *Potter Material Servs.*, 781 F.2d al 99; *Brown's Indus. Uniforms 58 Bankr.* en 139; *D. Skeel*, en 7, n.23.

⁴² 13 *Bankr.* 788.

⁴³ *Ibid.* en 794. El hecho de que las nuevas contribuciones no estaban limitadas a los antiguos dueños del capital reduce la fuerza de la objeción de los acreedores al plan.

El plan en *Landau Boat* tuvo claramente un efecto distributivo, evidenciado en las objeciones de los acreedores. No obstante la corte aprobó el plan. La contribución era la única manera posible de reestructurar esta empresa sin liquidez. La lección es simple: cuando al deudor le falta la liquidez necesaria, y los accionistas están dispuestos a proporcionársela, la corte tenderá a aprobar el plan para facilitar la reestructuración, a pesar de los efectos distributivos.

C. Los costos de implementación de un concurso con riesgos compartidos

La discusión precedente nos muestra como la conceptualización del desastre común provee un marco más rico y texturizado para el acuerdo *ex ante*. Ya que el modelo ampliado parece analizar muchos de los efectos distributivos de los procedimientos concursales, estos tienen una invocación tanto positiva como normativa. Esta versión más rica del acuerdo hipotético tiene una intención teórica clave: la redistribución *ex post* no es necesariamente incompatible con el objetivo *ex ante* de maximizar el valor de la sociedad. El impulso para imponer los costos dilatorios a los acreedores garantizados puede ser una manera de implementar el esquema compartido acordado con anticipación entre los acreedores garantizados y no garantizados, un esquema que puede reducir los riesgos para contingencias interactivas no sujetas al control individual. La reestructuración del *Chapter 11* impone costos de dilación similares a acreedores garantizados, pero introduce un factor adicional: una distribución a los tenedores de capital que sirve para promover reestructuraciones. Esto, a su vez, puede ser una forma de seguro contra la disolución para esos deudores que han hecho inversiones en la sociedad difíciles de valorizar.

Cada uno de estos efectos impone costos en los acreedores garantizados, quienes a su vez, trasladan estos costos a sus futuros deudores. Pero el modelo provee cierta base para argumentar que en cada caso los costos serían asumidos voluntariamente por los otros participantes en el acuerdo entre acreedores. Sin embargo, hasta ahora hemos asumido que todos los beneficios de compartir el riesgo concursal pueden ser implementados automáticamente en el procedimiento concursal. Para poder evaluar esos efectos en un ambiente más real, relajamos el supuesto de la implementación perfecta y examinamos varios impedimentos prácticos a cualquier acuerdo para compartir riesgos concursales.

1. Problemas de manipulación estratégica

El problema de la manipulación estratégica del procedimiento concursal es central en la elección normativa entre dos visiones concursales. Hay dos argumentos que sugieren que los costos esperados de ejecutar alguna o toda la agenda del acuerdo ampliado serían tan grandes como para justificar una decisión colectiva de abandonar alguna o todas las metas del riesgo compartido. Primero, incorporando cualquiera de las distribuciones aprobadas –ya sea el riesgo compartido por diversificación, contribución, o seguro de recuperación– puede generar incertidumbres cuantitativamente más costosas que aquellas asociadas con la colectivización misma. Segundo, algunas o todas las reglas para compartir pueden presentar problemas agudos de selección que comprometan cualquiera de los beneficios correspondientes.

a. Costos de la incertidumbre. Los principios distributivos de cualquier clase son en esencia más difíciles de ejecutar que los principios de asignación. Las fallas del procedimiento concursal para diseñar específica y claramente las reglas distributivas que comprenden las normas concursales de equidad y recuperación es al menos en parte atribuible esencialmente a un problema tecnológico. Debido a que los principios distributivos requieren un análisis *ex post*, éstos no son del todo susceptibles a una reglamentación *ex ante*. Como consecuencia, inclusive esos principios que emergen del acuerdo *ex ante* generarán incertidumbres adicionales en relación con la distribución de titularidades en el procedimiento concursal.

La incertidumbre respecto de los resultados legales impone distintos tipos de costos. La incertidumbre puede conducir a un comportamiento excesivamente precautorio y despilfarrador. Por ejemplo, cuando un acreedor garantizado no tenga certeza sobre la tasa de descuento que será establecida en una acción interpuesta bajo la sección 1129(b), cobrará por adelantado una prima que refleje los costos previstos de la máxima demora posible. Este comportamiento excesivamente precautorio es ineficiente en el sentido que si las partes pudiesen prever mejor la regla legal, podrían llegar a acuerdos mutuamente beneficiosos para reducir el riesgo. Además, algunos de los demandantes en el procedimiento concursal pueden tener aversión al riesgo. Sin importar si las partes se aseguran u obtienen seguros de terceros, el costo de la incertidumbre es un costo muy oneroso para las partes con aversión al riesgo.

Lo importante entonces es saber si incorporar los efectos distributivos genera incertidumbres de magnitud distinta a aquellas producidas por la colectivización en sí misma. Esta es una cuestión práctica, pero sugiere una distinción entre los efectos de las redistribuciones genéricas y otras reglas concursales para compartir. Las disposiciones genéricas, tales como la denegación del interés con posterioridad a la solicitud de insolvencia establecida por *Timbers*, están limitadas por sus términos expresos, y en ese sentido tienen una jurisdicción estable y claramente definidas.

Sin embargo, no puede decirse lo mismo de los impulsos distributivos que aparecen ocasionalmente a lo largo del procesamiento concursal. El sangrar a los acreedores garantizados, especialmente en las reestructuraciones del *Chapter 11*, no tiene principios limitadores. Esto no está regulado ni controlado por el Código Concursal. Por ejemplo, la adopción por ciertas cortes de tasas de descuento menores al valor de mercado actual parece directamente inconsistente con el mandato legal por el cual los acreedores garantizados tienen derecho a recibir pagos en efectivo diferidos sumando al menos el valor actual de sus deudas garantizadas⁴⁴. En breve, los efectos distributivos ocasionales que resultan de una interpretación judicial del Código Concursal, o que se derivan de las incertidumbres inherentes a la valorización de activos, imponen un costo significativamente mayor al procedimiento concursal.

b. Costos de selección. Otro costo propio de compartir los riesgos concursales se deriva de la distinción entre distribuciones deseables y no deseables. Si solamente algunas distribuciones fuesen deseables en un acuerdo *ex ante*, el no poder seleccionar para estos efectos impondría costos que no existirían en un procedimiento simple de colectivización.

El problema de los errores de selección puede ser ilustrado analizando cuidadosamente la regla de contribución y el caso *Ahlers*. Inicialmente, el caso *Ahlers* parece encajar en el patrón de los muchos casos que confirma los planes basados en la contribución. En teoría la contribución de servicios futuros por parte de un propietario-administrador se justifica como un medio de realizar un esquema de seguro de recuperación. Esto es especialmente cierto para actividades agropecuarias en las cuales es muy posible la existencia de un valor idiosincrásico y no son factibles las contribuciones en efectivo. Sin embargo, la posición a favor de la contribución en el caso *Ahlers* no resiste

un escrutinio estricto. Para justificar el uso de la regla de contribución para poner en práctica un seguro de recuperación, la regla debe operar como una selección efectiva. Las reestructuraciones en las cuales la contribución es apropiada deben distinguirse de aquellas en las cuales dicha regla no debe invocarse.

Pero seleccionar a las distribuciones adecuadas no es sencillo. Los intentos por seleccionar los tipos de casos que corresponden a procedimientos concursales son necesariamente imperfectos. Aun cuando una entidad corresponda adecuadamente en procedimiento concursal el deseo de una regla para compartir se torna en contra del tipo de riesgo o del estatus del propietario-administrador. Como mencionamos una selección entre casos probablemente será difícil y tal vez parcializada. La doctrina de la contribución, por ejemplo, nunca se ha codificado. En este sentido, la literatura legal no aporta nada para colaborar con el análisis contributivo. Dadas las incertidumbres generadas por las reglas de contribución, las cortes deben confiar en sus impresiones para saber si la contribución propuesta es acorde con los objetivos del código.

Nuestra discusión anterior sobre las estrategias para asumir el riesgo ilustra los efectos no deseados de una selección no efectiva. Las partes que estén dispuestas a pagar el costo adicional para compartir riesgos comunes posiblemente preferirían no pagar para compartir aquellos que puedan reducirse con precauciones individuales. Las fallas de selección obligan a los demandantes a pagar más por compartir los riesgos concursales de lo que hubieran acordado en el acuerdo original entre acreedores. Los acreedores garantizados, habiendo soportado la carga de redistribución que resulta cuando los costos aplican incorrectamente una regla para compartir trasladarán este costo a futuros deudores. Los deudores que dependen del crédito privado para satisfacer sus necesidades de financiamiento son con frecuencia sociedades pequeñas pobres de capital. Generalmente no tienen otra alternativa que pagar este costo inflado del crédito.

Los errores de selección tienen también importantes efectos de retroalimentación en los costos de incertidumbre descritos previamente. Si el alcance de la distribución de los acreedores garantizados hacia los tenedores de capital no puede ser previsto con exactitud, los acreedores garantizados estarán motivados a evitar del todo los procedimientos concursales y buscar alternativas tales como arreglos privados y procedimientos de insolvencia estatales.

⁴⁴ Ver el capítulo 11 del *U.S. Code*, sección 1129(b)(2)(A)(i)(II)(1982).

Además, cada demandante en un procedimiento concursal, realizará esfuerzos costosos para minimizar su contribución individual al concurso con riesgos compartidos. Estas maniobras estratégicas son una forma de comportamiento en busca de utilidad que diluye las ganancias de la colectivización.

III. CONCLUSIÓN: IMPLICANCIAS NORMATIVAS

El análisis precedente sugiere que los intentos para adecuar las metas de maximización y distribución a los procedimientos concursales van a tener dificultades substanciales. Algunas implicancias normativas claves surgen de este análisis. Primero, estos problemas operacionales no deberían ocultar el hecho que centrarse solamente en preservar el valor de las prioridades preconcursales no es necesariamente la manera óptima de reflejar un hipotético acuerdo *ex ante* entre acreedores. El modelo ampliado del acuerdo ofrece un punto de referencia para evaluar las metas del actual sistema concursal. Nuestro modelo sugiere que varios objetivos distributivos moldean el procedimiento concursal y que estos objetivos son totalmente congruentes con la meta de maximizar el bienestar esperado del grupo. Las ineficiencias que observamos en los procedimientos concursales pueden simplemente ser un ejemplo clásico del problema “antes y después”: el resultado de una ejecución defectuosa de objetivos teóricamente deseables.

El reto central, por lo tanto, es desarrollar reglas concursales que reflejen mejor tanto las normas de maximización como las distributivas. En este nivel, el análisis ofrece también dirección regulatoria específica. Las reglas que intentan redistribuir activos concursales en casos particulares se prestan para el abuso. Los análisis caso por caso simplemente no distinguen de manera efectiva entre las redistribuciones deseadas y las desfavorables. En su lugar, estas distribuciones *ad hoc* motivan un comportamiento en busca de utilidad que genera desperdicio de recursos como ya hemos descrito previamente.

Una estrategia preferible para conseguir las metas distributivas del procedimiento concursal, sería visualizar los diversos efectos distributivos como una clase de “tasa concursal”. Si la tasa distributiva es cierta y estable, las partes tienen la capacidad de ajustarse a las reglas distributivas. Además, mientras la tasa sea cierta y horizontalmente equitativa, las partes individuales estarán menos motivadas a eludir de su

participación en la carga distributiva. Esto sugiere que las redistribuciones genéricas, tales como la negación de *Timbers* del interés con posterioridad a la solicitud de insolvencia para los acreedores garantizados, son preferibles a las políticas distributivas individualizadas reflejadas en la decisión del Octavo Circuito en el caso *Ahlers*.

La extrema dificultad para elaborar reglas efectivas de distribución individualizada pueden también resolver un dilema final sugerido por la conceptualización del acuerdo entre acreedores. Si el procedimiento concursal se entiende mejor como ejecución de un acuerdo consensual entre los grupos afectados, ¿qué es lo que explica entonces el carácter obligatorio del esquema distributivo? Por ejemplo, suponga que el compartir el riesgo de un desastre común es, en efecto, el resultado preferido por la mayoría de acreedores. Asuma, sin embargo, que un acreedor garantizado particular anuncia anticipadamente que no pretende compartir los riesgos concursales. El acreedor ofrece a cambio otorgar un precio de descuento por el crédito. Bajo la ley concursal actual, tal contratación no estaría permitida. Una explicación a la naturaleza imperativa del sistema concursal actual se origina en la dificultad tecnológica de elaborar reglas que obtengan tanto los objetivos de la colectivización como los distributivos. Estas insuficiencias operacionales ofrecen alguna justificación a las limitaciones de la libertad tradicional de contratar por fuera.

Hemos sugerido que los efectos distributivos del procedimiento concursal son una tasa concursal impuesta a los participantes en el procedimiento colectivo. Mientras los ingresos por las tasas sean usados para apoyar el bienestar de los demandantes como grupo, uno puede visualizar que las partes acuerdan asumir esta carga en un acuerdo *ex ante*. Un problema adicional que las partes deben resolver, es que la tasa de distribución concursal no es puramente un costo exógeno que las partes simplemente pueden ajustar *ex ante*. Por el contrario, la magnitud de cualquier tasa distributiva está en función de la ley concursal.

Si las reglas para compartir los riesgos concursales fueran perfectamente definibles y ejecutables, la invocación teórica de la heurística del desastre común sería completamente realizada. Las reglas para compartir los riesgos concursales aplicables solamente en casos particulares son necesariamente ambiguas, ya que requieren una evaluación *ex post* de circunstancias particulares para impulsar un acuerdo contingente *ex ante* para compartir. Bajo esas

represiones inherentes, los demandantes tienen incentivos para emplear recursos en minimizar la incidencia de la tasa concursal en ellos como individuos, reduciendo así la riqueza de los demandantes como grupo. Más aún, los procedimientos concursales tales como el

Chapter 11, diseñados para conseguir metas más complejas, incitan a los especialistas, abogados, contadores, y economistas -quienes están motivados de forma similar para asegurar el bienestar individual a expensas del grupo- a disipar el patrimonio común.
