

LA OPCIÓN DEL DEUDOR: UN ACERCAMIENTO AL MENÚ DE LA INSOLVENCIA CORPORATIVA*

Robert K. Rasmussen**

“El Estado decide por el particular lo que le conviene porque conoce mejor su situación y por ello los resultados finales son más eficientes”: cada día esta aseveración va acrecentando su campo de acción en el Derecho. En efecto, lejos de mantenerse como un principio residual, avanza galopantemente hacia la conquista de las decisiones privadas.

El Derecho Concursal no ha escapado de sus garras. En general, el Estado es quien decide por los accionistas y acreedores sobre el futuro de la empresa y la forma de pago. ¿Es ello eficiente? Autores como Robert Rasmussen creen que no... y tienen mucha razón. Esta supuesta eficiencia se traduce en tasas de interés y condiciones de crédito sujetas a las consecuencias generadas por las normas establecidas por el Estado y por tanto, sólo generan resultados ineficientes.

Backus, E. Wong y la Casa Matusita no son empresas similares. En consecuencia, no buscan soluciones similares en muchos aspectos. Uno de esos aspectos es el régimen concursal. Si estas tres empresas fueran declaradas insolventes cabe preguntarse si la ley concursal les brindaría soluciones adecuadas a sus necesidades. Si pudieran establecer ellas mismas un régimen concursal adecuado, sin duda alguna los resultados serían eficientes. Con acierto, Robert Rasmussen analiza el tema y nos brinda una opción, o mejor dicho un menú de opciones, que merece ser tomado en cuenta.

La creciente utilización del *Chapter 11*¹ por las empresas con problemas financieros viene acompañada por una aun más creciente inquietud de los académicos acerca de la conveniencia del procedimiento establecido por dicha norma. Así, los estudiosos se han esforzado por justificar la ley concursal, sobre todo por justificar la presencia y los límites del *Chapter 11*. Las conclusiones que se han alcanzado divagan por el universo de lo abstracto. En efecto, algunos académicos pretenden justificar en su integridad el *Chapter 11*¹, otros señalan que se ha demostrado que dicha norma está con toda seguridad justificada solamente para ciertos tipos de empresas², y finalmente, un tercer grupo propone que el *Chapter 11* debería

* El presente artículo fue originalmente publicado en el Texas Law Review, No. 71 1992, bajo el título “Debtor’s Choice: A menu approach to corporate bankruptcy”. La publicación se hace bajo expresa autorización del Texas Law Review y de Robert K. Rasmussen. La traducción fue realizada por Alejandro Manayalle Chirinos, miembro de THEMIS-Revista de derecho, bajo la supervisión del doctor Alfredo Bulard González. Agradecemos al doctor Huáscar Ezcurra por habernos cedido el presente artículo para su publicación.

** Profesor Asociado de la Facultad de Derecho en la Escuela de Derecho de Vanderbilt. Licenciado en Filosofía y Letras 1982 en la Universidad de Loyola – Chicago. En la versión original del presente artículo el autor agradece al Fondo de la Escuela de Derecho de Vanderbilt por el apoyo financiero. Asimismo, dirige su agradecimiento a Barry Adler, Douglas Baird, James Bowers, David Gray Carlson, Dick Craswell, Rob Gertner, Jason Johnston, Dan Keating, Alan Schwartz, David Skeel, Bob Thompson, George Triantis, y los participantes en la George Mason Law y Taller de Economía, al Taller de Teoría Legal de Vanderbilt, y a la Universidad de Washington por los útiles comentarios efectuados a una versión anterior del presente trabajo. Dicha versión se presentó en la reunión anual de la Asociación Americana de Derecho y Economía. Ninguna de las instituciones o personas mencionadas ha estado de acuerdo con modificar la regla general supletoria que absuelve al comentarista de cualquier error.

Nota del Traductor: El *Chapter 11* es el proceso de Reestructuración regulado en el Código Concursal Norteamericano.

¹ EASTERBROOK, Frank H. “Is Corporate Bankruptcy Efficient?” En: Journal Financial Economics, No. 27, 1990. p. 411. KOROBKIN, Donald R. “Rehabilitating Values: A Jurisprudence of Bankruptcy”. En: Columbia Law Review No. 91. p. 717 (1991). LOPUCKI, Lynn M. y William C. WHITFORD, “Bargaining over Equity’s Share in the Bankruptcy Reorganization of Large, Publicly Held Companies”, En: U. PÁ. L. REV. No. 139. p. 125 (1990).

² BAIRD, Douglas G. “The Uneasy Case for Corporate Reorganization” En: J. LEGAL STUD No. 15. p. 127 (1986). JACKSON, Thomas H. y Robert E. SCOTT. “On Nature of Bankruptcy: An Essay on Bankruptcy Sharing and the Creditor’s Bargain” En: U. VA. L. REV. No. 75. p. 155 (1989). SKEEL, David A. “The Uncertain State of an Unstated Rule: Bankruptcy’s Contribution Rule Doctrine After Ahlers”. En: AM. BANKR. L.J. No. 63. p. 221 (1989). GERTNER, Robert y Randal C. PICKER. “Bankruptcy and the Allegation of Control” (artículo inédito, ubicado en los archivos de la Texas Law Review).

derogarse³. Incluso aquellos que encuentran alguna utilidad en el *Chapter 11*, no aprueban la totalidad de sus disposiciones⁴.

Este fracaso para alcanzar un acuerdo general proviene de un defecto básico contenido en todas las teorías que comentan la ley concursal. A manera de resumen, cabe señalar que aquellos que proponen estas teorías no se equivocan en las respuestas a las que llegan sino en las preguntas que ellos mismos se formulan. De hecho, todos los estudiosos buscan evaluar la conveniencia del *Chapter 11* preguntándose cuál sería el mejor grupo de reglas de insolvencia que el gobierno debe crear. Así, se parte de la premisa de que el Congreso (vía una ley) o las Cortes especializadas en Derecho Concursal (sobre la base de jurisprudencia o analizando caso por caso), pueden decidir si un tipo particular de empresa debe ser o no incluida en el procedimiento establecido en el *Chapter 11*. Partiendo de esta premisa, cada estudioso intenta identificar escenarios dentro de los cuales afirman la justificación del *Chapter 11*. La diversidad de estos puntos de vista resulta de diferentes valoraciones del impacto del régimen de insolvencia en los distintos grupos que integran sus escenarios -acreedores, accionistas, trabajadores, o miembros de la comunidad - en los cuales cada estudioso está interesado.

El defecto que comparten estas teorías es asumir que el Congreso o las Cortes, en lugar de los mismos accionistas de la empresa, son los órganos que deben controlar el acceso de ésta al procedimiento establecido por el *Chapter 11*. Dicho de otro modo, todos los teóricos asumen que las normas de insolvencia son reglas de carácter obligatorio; que éste es un grupo de normas que no puede alterarse por aquellos a quienes afecta. La naturaleza obligatoria de las normas de insolvencia, sin embargo, es por sí misma anómala cuando se analiza en el contexto de las normas generales de contratación. La mayoría de las reglas estatales que regulan las relaciones y acuerdos entre varios sujetos son reglas supletorias. En otras palabras,

éstas sólo se aplican si las partes no señalan alguna disposición privada que regule una situación determinada⁵. En este orden de ideas y contra esta anomalía, es tiempo de que los especialistas en Derecho Concursal se pregunten quién es el sujeto indicado para decidir si una empresa debe ser reestructurada bajo las disposiciones del Código Concursal.

Atendiendo a lo señalado anteriormente, la primera parte del presente artículo se dirige a explicar que la capacidad de una empresa para ingresar a un procedimiento de insolvencia debe ser determinada por sus mismos accionistas en lugar de ser determinada por el gobierno. Esta conclusión se desprende de que el tratamiento que debe darse a un acreedor durante el período de insolvencia de una determinada empresa es un asunto que puede ser estipulado en el contrato. Las normas de insolvencia simplemente precisan el pago que recibirá un acreedor de producirse alguna contingencia; a saber, el que la empresa solicite su insolvencia. Así, dichas normas forman parte de las negociaciones entre una empresa y sus acreedores y no de negociaciones entre los mismos acreedores.

Antes de precisar cuál es el mejor contenido que las cláusulas del contrato deberían estipular, el presente artículo examinará si estos términos deben ser considerados como una regla de carácter obligatorio o por el contrario, como una de carácter dispositivo. Contrariamente a lo señalado por la doctrina mayoritaria, este artículo demostrará que las normas de insolvencia deben tratarse como normas supletorias. Asimismo, se pretende explicar que no hay ninguna buena razón para pensar que un solo régimen concursal sea el apropiado para todas las empresas o que aquellas que son afectadas por el régimen concursal previsto en el contrato de crédito no pueden seleccionar el régimen concursal de su elección. Esto no significa, sin embargo, que la elección de dicho régimen deba provenir totalmente del contrato privado. En efecto, los derechos de los acreedores extracontractuales deben ser regulados por una nor-

³ ADLER, Barry E. "A Political Theory of American Corporate Bankruptcy", En: Stanford Law Review No. 45 (en los archivos de Texas Law Review). BOWERS, James W. "Whither What Hits the Fan?: Murphy's Law, Bankruptcy Theory, and the Elementary Economics of Loss Distribution". En: GA. L. REV. No. 26. p. 27 (1991). BRADLEY, Michael y Michael ROSENZWEIG. "The Untenable Case for Chapter 11", En: Yale Law Review No. 101 p. 1043 (1992).

⁴ SKÉL, David A. Jr. "Markets, Courts and the Brave New World of Bankruptcy Theory". Wisconsin Law Review 1993. LOPUCKI, Lynn M. "The Trouble with Chapter 11". Wisconsin Law Review 1993 (aquí, el autor señala que los procesos de reestructuración se han estado desintegrando debido a que los procedimientos son llevados a cabo demasiado lentos bajo el sistema del *Chapter 11*).

⁵ La clasificación de las normas como «obligatorias» o «dispositivas» es común. AYRES, Ian y Robert GERTNER. "Filling Gaps in Incomplete Contracts: An Economic Theory of Default Rules". En: Yale Law Journal No. 99. p. 87 (1989). COLEMAN, Jules L. "A Bargaining Theory of Default Provisions and Disclosure Rules in Contract Law". En: HARV. J.L. & PUB. POL'Y No. 12 pp. 639-641 (1989). CRASWELL, Richard. "Contract Law, Default Rules, and the Philosophy of Promising". Michigan Law Review No. 88. pp 489-490 (1989). SCOTT, Robert E. "A Relational Theory of Default Rules for Commercial Contracts", Journal Legal Studies No. 19. pp. 597-606 (1990). GOETZ, Charles J. y Robert E. SCOTT. "The Limits of Expanded Choice: An Analysis of the Interactions Between Express and Implied Contract Terms". California Law Review No. 73. pp. 261 (1985) (Mediante el cual se analizan los costos y beneficios de las condiciones del contrato proporcionadas por el Estado en aspectos que las partes son libres de pactar).

ma de carácter obligatorio. Por otra parte, para disminuir los costos de transacción, el Congreso debería crear un sistema que contenga un menú de opciones que regulen la insolvencia. Así, bajo este sistema, una empresa, al momento de constituirse, sería requerida a seleccionar una de las alternativas de dicho menú, de tal modo que ésta llegue a especificar la opción de un determinado régimen concursal. Tal mecanismo de compromiso aseguraría a todos los potenciales acreedores que sus derechos serán regulados por el mismo régimen de insolvencia que regula los derechos de los otros acreedores de la misma empresa.

La segunda parte de este artículo esboza una propuesta del proyecto de creación de este menú. En principio, se indicarán las disposiciones señaladas por el *Chapter 7*¹ y el *Chapter 11*, y luego se examinará la justificación tradicional para la reestructuración empresarial, así como la razón por la cual esas justificaciones alcanzaron aceptación general en los recientes años. En ese sentido, se efectuarán críticas a estas explicaciones. Dichas críticas están basadas en la visión de que la ley concursal debe ser pensada en los términos señalados en el contrato entre la empresa y sus acreedores. Aunque varias de las explicaciones identifican razones para que una empresa pueda querer incluir un tipo particular de procedimiento de insolvencia en cada uno de sus contratos con sus acreedores, éstas no ofrecen ninguna justificación por incluir en estos contratos un término que regule la insolvencia gubernamentalmente asignada. Tomadas en conjunto, estas teorías sugieren que, dada la opción, las empresas podrían escoger estar sujetas a diferentes regímenes de insolvencia. Así, mientras la literatura actual erróneamente trata a la ley concursal como una regla obligatoria, ésta proporciona evidencias de que hay una diversidad de empresas y que un solo régimen concursal no funcionaría de igual manera para toda esta diversidad. Esta heterogeneidad

implica que debe ofrecerse a las empresas un menú de distintas opciones de quiebra.

Finalmente, el presente artículo concluye combinando las visiones de sus primeras dos partes a efectos de producir un esquema del menú de reestructuración patrimonial. El menú se diseña con dos metas en mente. Primero, las opciones del menú son pautas que permiten a las partes resolver el problema de la maximización. En otros términos, las opciones son unas que, en algunas situaciones, pueden ser simplemente las cláusulas contractuales. La selección de tales condiciones aumenta la expectativa total de la ganancia de las partes. Segundo, este artículo explora los posibles impedimentos estratégicos para seleccionar el término óptimo. La doctrina contractual ha progresado más allá de la fe ciega de que las partes contratantes, aun en ausencia de costos de transacción, siempre alcanzarán la solución óptima⁶. Asimismo, este artículo demuestra que no hay ningún impedimento para que las empresas seleccionen un determinado régimen de insolvencia en su período de formación.

I. UN ACERCAMIENTO A LA REGLA SUPLETORIA DE LA REESTRUCTURACIÓN PATRIMONIAL

A menudo aquellos que exploran el contexto normativo de las leyes concursales se formulan preguntas empezando por el final o incluso por el centro del problema, en lugar de empezar por donde deben, es decir, por el inicio. Actualmente, dos teorías concursales compiten por el dominio de la literatura sobre el tema. La teoría del "*creditors' bargain*"¹¹ como concepción de insolvencia, hoy en día la más desarrollada, señala que las normas concursales deben tomarse como un acuerdo al que los acreedores de la empresa llegan después de haber efectuado un préstamo a dicha empresa. Los acreedores, primero

¹ Nota del Traductor: El *Chapter 7* es el proceso de Liquidación regulado en el Código Concursal Norteamericano.

⁶ AYRES, Ian y Robert GERTNER, Op. cit. pp. 92-93 (sostienen que un trato estratégico podría impedir a las partes negociar alrededor de las reglas de carácter dispositivo). AYRES, Ian y Robert GERTNER. "Strategic Contractual inefficiency and the Optimal Choice of Legal Rules". Yale Law Journal No. 101. pp. 729, 732-733 (1992) (señalan que para el consenso general de la doctrina contractual el contrato hipotético que las partes escogerían en un mundo sin costos de transacción no responde por los resultados ineficientes que pueden causarse por el trato estratégico debido a las condiciones de información asimétrica). JOHNSTON, Jason S. "Opting In and Opting Out: Bargaining for Fiduciary Duties in Cooperative Ventures", 70 WASH. U. L.Q. pp. 291, 296 (1992) (puede haber varias razones para que las partes no negocien a efectos de incluir un determinado régimen aun cuando tal régimen puede ser eficiente). JOHNSTON, Jason S. "Strategic Bargaining and the Economic Theory of Contract Default Rules". Yale Law Journal No. 100. pp. 615, 623-626 (1990) (rechaza la teoría que señala que la ausencia de los costos de transacción, de las reglas legales iniciales son irrelevantes para llegar al resultado final, y sostiene que esas reglas iniciales producen el fracaso de los resultados finales porque éstas impactan los incentivos de las partes para la revelación de información que resulte necesaria a efectos de llegar a una solución eficaz). KATZ, Avery. "The Strategic Structure of Offer and Acceptance: Game Theory and the Law of Contract Formation". Michigan Law Review No. 89. pp. 215, 247 (1990) (anotando que «uno puede faltar a la confianza de las partes en un contrato para calcular de manera óptima sus propias estrategias»).

¹¹ Nota del Traductor: La teoría del *creditors' bargain* describe la negociación entre acreedores y pretende reducir los costos de negociación que dicho acuerdo genera.

negocian con la empresa para recibir sus remedios concursales provenientes del Estado, luego negocian entre ellos, por lo menos hipotéticamente, y deciden el régimen concursal que tomarán para la empresa⁷. Por otro lado, la teoría del “value-based”^{1V} de las normas concursales intenta considerar las distintas valuaciones para determinar el destino de la empresa insolvente⁸. La empresa en situación de insolvencia o cae en manos del Congreso o es juzgada en una Corte Concursal para medir qué posibilidad de riesgo tendría apostar por su valor actual. Esta teoría, en esencia, asume que la insolvencia es un problema cuya solución debería ser dirigida solamente una vez presentada la condición para ello y cuando la misma empresa solicite ingresar al procedimiento de insolvencia. La pregunta a hacerse es ¿cuál vendría a ser la distribución más justa de los recursos restantes⁹? O, para plantear el problema de otra manera, cabe preguntarse ¿cómo debe ser repartida la crisis inevitable que va a ser causada por la incapacidad de la empresa para pagar el total de sus deudas?

Ambas teorías ignoran la realidad. En efecto, cuál será la situación del acreedor en un procedimiento de insolvencia no es una pregunta que el acreedor sólo considera después de que ha otorgado un crédito a la empresa. De igual manera, la insolvencia no es una enfermedad desconocida que las partes afectadas sólo deben confrontar después que resultan manifiestas las dificultades financieras de la empresa. El hecho es que la posibilidad de un estado de insolvencia de la empresa amenaza cada decisión que sus posibles acreedores tomen para efectuar préstamos. Es una contingencia de la que ambas partes son conscientes. Nos preguntamos cómo la ley debe ordenar los dere-

chos: o después de que la misma empresa solicita un procedimiento de insolvencia o después de que las decisiones iniciales de los acreedores han sido tomadas ignorando el hecho de que el fracaso de la empresa es un evento que las partes pueden tomar en cuenta al inicio de la relación contractual¹⁰. El abogado que estructura un acuerdo sin examinar lo que pasará si una de las partes termina en un procedimiento de insolvencia, simplemente no está haciendo su trabajo correctamente¹¹. Los abogados y los clientes a quienes ellos asesoran, son muy conscientes de la existencia de procedimientos concursales al tomar las decisiones para entrar en una relación con una empresa. La magnitud con que la teoría concursal intenta justificar la ley concursal desde cualquier punto de vista en el tiempo se ubica después de que una de las partes se convierte en acreedor de una empresa. De esta manera, se formula la pregunta en el lugar equivocado.

Cualquier esfuerzo por justificar la ley concursal desde una perspectiva normativa debería empezar observando que ésta puede estar contenida en el contrato entre la empresa y aquellos que le otorgan un crédito. La razón de ello, es considerar la posición de un prestamista que decide otorgar un crédito a la empresa y además de tomar en consideración la suma que va a prestar. En este orden de ideas, el prestamista comparará el retorno que puede esperar recibir de la empresa con el retorno que podría esperar recibir de su inversión hecha en una mejor alternativa. Esto determina el precio mínimo que el prestamista estará dispuesto a aceptar recibir de la empresa. Por otro lado, el precio máximo que la empresa aceptará pagar es fijado por las fuentes de financiamiento con las que

⁷ JACKSON, Thomas H. “The Logic And Limits Of Bankruptcy Law”. pp. 10-19 (1986). JACKSON, Thomas H. “Bankruptcy, Non-Bankruptcy Entitlements and the Creditors’ Bargain”. Yale Law Journal No. 91. p. 857 (1982). Antes Baird examinaba las normas concursales desde la perspectiva de los potenciales acreedores, él finalmente llega a tomar a las normas no concursales como una línea de base y ve a las normas concursales como la respuesta de las partes a las insuficiencias de esa línea de base. Ver BAIRD, Douglass. Op cit. pp. 129-135.

^{1V} Nota del Traductor: La teoría del *value based* es aquella que se dirige a señalar el valor de referencia de la empresa. Asimismo, se dirige a regular la manera de efectuar la distribución de los recursos de la empresa insolvente.

⁸ KOROBIKIN. Op. cit. p. 762 (explica que ese infortunio financiero comprendido por la cuenta del valor determinado por las normas concursales “no sólo se entiende como un problema económico sino también como un problema moral, político, personal, y social que afecta a sus participantes»). WARREN, Elizabeth. “Bankruptcy Policy”. Chicago Law Review No. 54. pp. 775, 777 (1987) (presentando la política concursal, no sólo en términos de colectivismo económico, sino también como un esfuerzo para proteger los valores).

⁹ WARREN. Op. cit. p. 777 («la política concursal es un compuesto de factores que comprenden una buena respuesta a la pregunta ¿Cómo se distribuirán las pérdidas?»).

¹⁰ PICKER, Randall C. “Security Interests, Misbehavior, and Common Pools”. Chicago Law Review No. 59. pp. 645, 647 (1992) (sugiere que los académicos del Derecho Concursal deben enfocar sus estudios en crear un grupo de reglas de insolvencia eficientes en lugar de tratar los derechos otorgados por normas estatales como una línea de base).

¹¹ Un ejemplo reciente de esta planificación en la sombra de las normas concursales es la decisión de si un banco debe insistir en requerir la garantía personal del dueño de la empresa. La legislación reciente ha sostenido que los bancos deben requerir garantías personales de un accionista de la empresa por un período de preferencia más largo que el que otorgarían a otra persona. Ver *Levit v. la Ingersoll Rand Fin. S.A.*, 874 F.2d 1186, 1194-1200 (7th Cir. 1989). Uno de los temas de mayor discusión en la reciente literatura corporativa es el de si los abogados deben aconsejar a las entidades financieras para que éstas insistan en que el garante renuncie su derecho de dividendos en la empresa, y así poder eliminar el problema del período de la preferencia extendido. BOROWITZ, Peter L. “Waiving Subrogation Rights and Conjuring up Demons in Response to Deprizio”, Business Law No. 45. pp. 2152, 2168 (1990) (este autor señala que en lugar de que los prestamistas fueren la reestructuración, deben ejecutar su garantía. Los abogados deben trabajar en definir los “límites sensatos” para la aplicación de *Deprizio*).

puede contar la empresa. El precio que el prestamista impone por su crédito es la tasa de interés en el préstamo. Esta tasa dependerá principalmente de la valoración que el prestamista efectúe de la probabilidad de reembolso que tenga su préstamo. Así, éste considerará el total de los pagos esperados y descontará estos pagos a valor presente. Si el prestamista no prevé una situación de incumplimiento por parte de la empresa, entonces la tasa de interés que se determine será relativamente baja. Cuando el índice de riesgo de incumplimiento es alto, ello también determinará la tasa de interés aplicable. Ello explica por qué nosotros no nos sorprendemos cuando vemos que empresas eficientes consiguen préstamos con tasas de interés más bajas que las compañías menos saludables.

El hecho de que un prestamista no reciba el reembolso de su préstamo por completo, no significa que no se le haya reembolsado nada en absoluto. En efecto, las empresas no acostumbran efectuar el pago de sus préstamos por completo en una sola armada o simplemente olvidarlo y no pagar nada. Por el contrario, a menudo una empresa reembolsa su préstamo parcialmente. Así, el prestamista considerará su probabilidad de reembolso cuando la empresa no pueda satisfacer todas sus obligaciones. Al hacer este cálculo, además, debemos tener en cuenta que el acreedor estará sujeto al régimen concursal existente. Al respecto, cabe destacar que la ley concursal determina el pago que el prestamista recibirá una vez efectuada la solicitud de insolvencia. Así, si las leyes concursales redistribuyen los recursos restantes de la empresa a otros acreedores o a los accionistas, este esquema de distribución baja la cantidad de los pagos que el prestamista hubiera recibido optando por otro régimen concursal que resulte más favorable. Por ello, el acreedor compensa esta disminución en su expectativa de pago elevando la tasa de interés que cobra a la empresa por su préstamo. Por el contrario, el acreedor bajará la tasa

de interés de acuerdo a la magnitud del pago que pudiera recibir en una eventual situación de insolvencia de una empresa¹².

Así, el tratamiento de un acreedor en un procedimiento concursal afecta la decisión inicial del acreedor al momento de efectuar el préstamo. Ello, debido a que el régimen concursal dispone el pago de un acreedor cuando se presentan ciertas contingencias o circunstancias en la empresa. Las contingencias que determinan el "*bankruptcy payoff*" se presentan cuando la empresa se encuentra con serios problemas financieros y ha solicitado ya un procedimiento de insolvencia¹³. Una vez reconocida la relación entre un procedimiento concursal y la decisión inicial de efectuar el préstamo, resulta manifiesto que la ley concursal no es capaz de redistribuir los recursos restantes entre todas las partes que vieron la posibilidad de recibir el pago desde una perspectiva *ex ante*. En la medida que la ley concursal mantenga un tratamiento favorable a los acreedores, el acreedor fijará una tasa de interés más baja como condición para llevar a cabo el negocio con la empresa; por el contrario, a medida que el régimen concursal disminuya las posibilidades de pago de los acreedores, éstos exigirán una tasa de interés mucho más alta que la exigida en el primer caso¹⁴. Tan pronto como un acreedor pueda anticiparse a prever su tratamiento en la etapa de insolvencia de la empresa, éste puede asegurar que recibirá una determinada tasa de retorno de mercado de su préstamo¹⁵.

Una vez relacionados el régimen concursal existente y la decisión inicial del acreedor de efectuar el préstamo, resulta claro que el régimen concursal es un asunto que debe ser especificado en el contrato entre una empresa y cada uno de sus acreedores. Los contratos especifican los derechos y deberes de las partes contratantes en muchos países del mundo. Dicho de otro modo, un contrato enumera las con-

¹² MECKLING, William H. "Financial Markets, Default, and Bankruptcy: The Role of the State". Law & Contemp. Probs. No. 41 (1977). pp 13, 21 («La evidencia y la teoría económica apoyan fuertemente la proposición que señala que cualquier aumento -o disminución- de los costos en los préstamos provocados por los cambios en la ley concursal pasarán a la larga de los prestatarios a los prestamistas »).

^v Nota del Traductor: El término *bankruptcy payoff* es definido como los pagos en ejecución de los acuerdos de la Junta de Acreedores.

¹³ No todas las compañías con problemas financieros ingresan en un procedimiento de insolvencia. En efecto, recientes estudios indican que eso ocurre sólo con la mitad de las empresas con problemas financieros. GILSON, Stuart C. "Bankruptcy, Boards, Banks and Blockholders". J. Fin. Econ. No. 27. pp 355- 360 (1990). GILSON, Stuart C. "Troubled Debt Restructurings: An Empirical Study of Private Reorganization of Firms in Default". J. Fin. Econ. No. 27 pp. 315-316 (1990).

¹⁴ EASTERBROOK. Op. cit. p. 414 («aunque la ley concursal crea pérdidas dado que una empresa se vuelve deudora en una situación de insolvencia, no crea pérdidas *ex ante*... Los acreedores cobrarán más por el dinero, sacando a los peores de su carpeta de préstamos»). POLINSKY, Mitchell. "An Introduction To Law And Economics" p. 109 (1983) («en general, siempre que las partes que forman una disputa integren algún tipo de relación contractual o de mercado, puede ser difícil, si no imposible, usar el sistema legal para redistribuir el ingreso»).

¹⁵ Esto asume, claro está, que el mercado del crédito es uno competitivo. En efecto, si no lo fuera, si un prestamista tuviera el poder del mercado, ese prestamista podría exigir el pago de su acreencia en condiciones que sobrepasen el nivel del mercado. No hay ninguna razón para sugerir, sin embargo, que el mercado del crédito no es competitivo. Es más, aun cuando el mercado le permitiera a un acreedor requerir un retorno por encima del nivel de mercado y el monto de la prima permaneciera fija, con prescindencia del tratamiento del acreedor por la ley concursal. Así, no hay ninguna razón para creer que un tipo de régimen concursal produciría un mayor pago al esperado a un acreedor que el que recibiría en un sistema de regímenes concursales en competencia.

ductas de las partes bajo ciertas contingencias. El contrato ideal que explícitamente detalla el pago a cada parte bajo todas las posibles contingencias, es el llamado contrato perfecto¹⁶. Claro, redactar un contrato como el descrito resulta imposible. Las partes no pueden prever cada contingencia que se pueda presentar ni tampoco desearían gastar tiempo y esfuerzo para redactar un contrato que se ocupe de cada una de las contingencias que pueden ocurrir. No obstante, algunas cláusulas contractuales son explícitas. Por ejemplo, un contrato puede incluir una cláusula que releva a una de las partes de cumplir con sus obligaciones si tal actuación obedece a una causa de "fuerza mayor"; también puede estipular que ciertas conductas realizadas por una de las partes serán tratadas como un incumplimiento del contrato. Otras condiciones del contrato están implícitas en lo que la ley dispone. Por ejemplo, la doctrina de la "impracticabilidad" releva a una parte de su obligación de cumplir su prestación señalada en el contrato aunque el mismo contrato pareciera declarar la obligación de la parte sin condiciones¹⁷.

Desde esta perspectiva, queda claro que el régimen concursal es un tema que debe estar implícito en el contrato entre el acreedor y la empresa. Así, éste debe regular el pago que debe hacerse al acreedor en situaciones donde la empresa haya efectuado una solicitud de insolvencia. Bajo el régimen de la actual ley concursal, los acreedores tienen asegurado un pago equivalente al de los otros acreedores (sus colaterales) compartiendo los recursos restantes bajo un sistema de prorrato. La ley concursal, de este modo, en un nivel general, no se diferencia del innumerable juego de reglas que se incorporan al sistema para desplazar lo acordado entre las partes contratantes e imponer sus propias reglas.

Esta concepción del régimen concursal difiere significativamente de las teorías existentes que tratan el tema de la insolvencia corporativa. Consideremos en primer lugar la teoría del "*creditors' bargain*" propuesta por Douglas Baird y Thomas Jackson¹⁸. Como su nombre lo indica, la teoría del "*creditors' bargain*" busca explicar la ley concursal existente como el acuerdo que los acreedores alcanzarían entre ellos para decidir el futuro de la empresa insolvente. Esta teoría asume que los acreedores otorgan el crédito primero a la empresa y así obtienen una "colección de derechos en caso de insolvencia", y luego, ellos mismos diseñan un régimen concursal basado en estos derechos¹⁹. Los acreedores en este acuerdo hipotético deciden actuar como un grupo para prevenir una carrera destructiva de los recursos de la empresa²⁰.

Esta doctrina ignora el hecho de que el régimen concursal actual es conocido por todas las partes cuando los acreedores otorgan el crédito a la empresa en primera instancia. En la medida que el proceso concursal asegura el despliegue apropiado de los recursos de la empresa y así crea fondos adicionales que los acreedores reciben, es la empresa la que se beneficia en primer momento a través de una reducción en la tasa de interés que se fija. La ley concursal puede no ser la cláusula que los acreedores estipularían para aumentar su expectativa de pago; más bien, son las condiciones de la empresa las que ofrecen a los acreedores aumentar al máximo dicha expectativa. La teoría del "*creditors' bargain*" de la ley concursal con su hipotético acuerdo se estrella con la realidad²¹.

Por otro lado, a la teoría del "*value-based*" de la ley concursal no le va mejor. Su premisa básica es que varios valores deben tenerse en cuenta en el procedi-

¹⁶ DEBREU, Gerard. "Theory Of Value" pp. 98-102 (1959). KORNHAUSER, Lewis A. "The Nexus of Contracts Approach to Corporations: A Comment on Easterbrook and Fischel" Columbia Law Review No.89. pp. 1449, 1453-1455 (1989). KORNHAUSER, Lewis A. "Reliance, Reputation, and Breach of Contract". Journal Law & Economics No. 26. pp. 691, 695 (1983).

¹⁷ U.C.C. § 2-615 (1991). "Restatement (Second) of Contracts" § 261 (1981). El clásico caso en esta área es *Taylor v. Caldwell*, 122 Eng. Rep. 309 (K.B. 1863).

¹⁸ BAIRD, Douglas y Thomas H. JACKSON. "Bargaining After the Fall and the Contours of the Absolute Priority Rule". Chicago Law Review No. 55. p. 738 (1988); BAIRD, Douglas y Thomas H. JACKSON. "Corporate Reorganizations and the Treatment of Diverse Ownership Interests: A Comment on Adequate Protection of Secured Creditors in Bankruptcy". Chicago Law Review No. 51. p. 97 (1984)]. Ver también SCOTT, Robert. "Through Bankruptcy with the Creditors' Bargain Heuristic". Chicago Law Review No. 53 pp. 690, 692 (1986) (que repasa: BAIRD y JACKSON. "Cases, Problems, And Materials On Bankruptcy" (1985) que describe la teoría de Baird y Jackson como esenciales «condiciones del debate académico durante la próxima década»). Esta teoría, primero propuesta por Thomas Jackson, Op. cit. ha sido examinada y empleada en numerosos artículos: Ver ADLER, Barry E. "Bankruptcy and Risk Allocation". CORNELL L. REV. No. 77. p. 439 (1992); BAIRD, Douglas Op. cit.; DRUKARCZYK, Jochen. "Secured Debt, Bankruptcy, and the Creditors' Bargain Model". INT'L REV. & ECON. No. 11. p. 203 (1991).

¹⁹ JACKSON, Thomas H. y Robert E. SCOTT. Op. cit. p. 160 ("Una premisa central de la que parte la conceptualización del "acuerdo de los acreedores" es que un sistema de titulizaciones de la ley estatal... ocupa el lugar de las partes, ellas mismas lo saben, saben cuál es su prioridad y su posición debido a que la ley estatal continúa gobernando sus derechos).

²⁰ Ver JACKSON. "Logic And Limits..." Op.cit. pp. 10-19. JACKSON. "Creditors' Bargain..." Op. cit. p. 860.

²¹ Así, el error de esta teoría no radica en que no efectúe un acercamiento contractual a la ley concursal; sino, en que aplica una equivocada perspectiva debido a que preestablece las condiciones que las partes aceptarían.

miento concursal. Sin embargo, nunca se identifican con precisión los valores que serán considerados²². Esta teoría, sin embargo, presenta un problema fundamental. Las partes cuyos valores son tomados en cuenta tienen que negociar durante un largo período con la empresa²³. Así, antes de preguntarse cómo la ley concursal debe considerar los valores de todas las partes, nosotros debemos preguntarnos por qué es que las partes no pueden considerar sus propios valores. Es difícil imaginar que el Congreso o las Cortes especializadas en Derecho Concursal pueden proteger mejor los beneficios de los valores que aquellos que son inmediatamente afectados. Sólo enfocándose en el final de la relación entre la empresa y aquellos con quienes ha contratado es que la teoría "value-based" tiene algún valor.

Por el error de no empezar a formular sus preguntas desde el inicio, los estudiosos del Derecho Concursal interpretan equivocadamente la ley. En particular, este error los ha llevado a asumir que la ley debe asignar tanto el acceso al sistema de insolvencia como el contenido de sus cláusulas. Esta asunción fluye lógicamente de las premisas defectuosas de la teoría actual. Lo que mal empieza mal termina. Si el régimen concursal representa un acuerdo entre los acreedores, como los teóricos del "creditors' bargain" proponen, entonces éste nunca llegaría a adoptarse en el mundo real. Los acreedores son un grupo fluido. Aun cuando se podría resolver el problema "logístico" y conseguir que todos los acreedores actuales de una empresa alcanzaran un acuerdo en la división de ésta, este acuerdo sería efímero. En efecto, constantemente surgen y se presentan nuevos acreedores en todas las empresas; la aparente imposibilidad de construir un acuerdo duradero entre los principales acreedores conduce a la proposición de que el régimen concursal²⁴ debe ser obligatorio. Consecuentemente, si la ley concursal se diseña para distribuir los valores al momento de solicitada la insolvencia, está claro que aquellos acreedores con derecho sobre los bienes de la empresa deben ser obligados a participar en el procedimiento. A menos que la Corte Concursal

tenga jurisdicción sobre todas las partes, ésta no puede evaluar y medir todos los valores en competencia.

Esta interpretación de la ley concursal como obligatoria ha manejado la agenda académica. Así, la doctrina ha intentado justificar la existencia del *Chapter 11* de dos maneras. Aquellos que defienden la teoría del "creditors' bargain" han intentado identificar algunas situaciones en que los acreedores de una empresa pueden aceptar una reestructuración²⁵. Sus esfuerzos sólo han sido parcialmente exitosos, y no han alcanzado ningún consenso general al respecto. Aunque la mayoría reconoce en teoría al *Chapter 11* como un procedimiento que puede ser apropiado para algunos tipos de deudores, esta mayoría no le reconoce certeza ilimitada²⁶. Así, ellos terminan o defendiendo que el Congreso, a través de la legislación, o que las Cortes Concursales, a través de juicios caso por caso, limiten el acceso al *Chapter 11*. Por su parte, aquellos que emplean la teoría del "value-based" buscan los valores que deben tenerse en cuenta una vez acabados los recursos suficientes para satisfacer la demanda de todos los acreedores. Según estos teóricos, con tal de que los valores correctos se tomen en cuenta, el sistema funcionará.

El régimen concursal debe formar parte del contrato inicial que el acreedor haga con la empresa, en donde el primero de ellos pregunte la disponibilidad de ésta para ingresar al régimen regulado por el *Chapter 11*. Las reglas legales determinan implícitamente gran parte del contenido del contrato entre dos partes. La doctrina contractual identifica dos tipos de reglas: las reglas obligatorias y las reglas supletorias. Las primeras son reglas impuestas por el Estado y que las partes no pueden rechazar, deben tomarlas e incorporarlas en sus contratos; las segundas, son reglas que el Estado sólo impone si las partes no han especificado nada sobre el tema²⁷. Ahora bien, en el debate acerca de la insolvencia corporativa en el contexto del contrato, al cual pertenece propiamente, está claro que la opción actual eligió incorporar a todas las empresas en el

²² KOROBKIN. Op. cit. p. 721 («la ley concursal es una respuesta a los muchos aspectos de la crisis financiera -moral, política, personal, social, y económica- y, en particular, a los agravios de aquellos que son afectados por dicha crisis»). WARREN. Op. cit. p. 811 (describe la insolvencia como «un sucio, complejo, elástico sistema en el que nadie puede predecir los resultados ni puede igualarse totalmente a todos los factores que provienen de una «decisión de la política» »).

²³ Por esta vía la ley debería tratar a los acreedores extracontractuales. Vea pie de página No. 52.

²⁴ BAIRD. Op. cit. p. 135 («Muchas partes diferentes están envueltas en el asunto, y éstas entran en escena en momentos diferentes. Así, resulta imposible alcanzar un acuerdo real de manera rápida y eficiente»).

²⁵ JACKSON, "Creditors' Bargaining..." Op. cit. p. 866 (en donde se evalúa el mérito de un esquema de reestructuración gubernamental para los acreedores sin garantía). JACKSON y SCOTT. Op. cit. p. 168 (señalan que para «jugadores que repiten el plato» en el acuerdo de los acreedores, la distribución del riesgo como seguro prepago es más eficaz que el análisis del riesgo caso por caso); SCOTT. Op. cit. p. 707 (describe situaciones que involucran los fracasos comerciales).

²⁶ Ver la Parte II del presente artículo que explica estas teorías.

²⁷ Ver pies de página 5 y 6 (se cita literatura sobre normas de carácter supletorio).

régimen del *Chapter 11*, ésta es una norma de carácter obligatorio. En otras palabras, una empresa no puede contratar de acuerdo con sus propias disposiciones o requerimientos; no puede celebrar un contrato legalmente ejecutable que disponga la no incorporación en el procedimiento regulado por el *Chapter 11*²⁸. Aquellos que defienden que se mantenga el acceso universal actual al régimen concursal, en esencia, sugieren que el acceso al régimen concursal debe ser regulado por una regla obligatoria. Todas las empresas tienen el derecho de ingresar al procedimiento regulado por el *Chapter 11*, sin embargo, quienes defienden este *statu quo* no señalan ninguna razón por la cual una empresa renuncie al procedimiento regulado por el *Chapter 11*. De hecho, estos teóricos generalmente argumentan sus razones con el solo hecho de impedir a una empresa su voluntad de renunciar al procedimiento regulado por el *Chapter 11*²⁹.

A pesar de la uniformidad de los razonamientos de los estudiosos del Derecho Concursal sobre la naturaleza obligatoria del *Chapter 11*, vistos en el contexto de la teoría contractual, esta presunción resulta anómala. En efecto, muchas, si no la gran mayoría de las reglas contractuales, son normas de carácter supletorio; éstas sólo se aplican si las partes no acuerdan cláusulas que regulen determinados temas³⁰. Por ejemplo, si el pacto estipulado entre las partes no menciona si el contrato puede ser o no cedido, la ley señala que, como regla general, la mayoría de los contratos lo son, así, pueden aplicarse términos legales a temas no estipulados en el contrato³¹. Las partes, sin embargo, son libres de pactar sus cláusulas apartándose del

ámbito regulatorio de esta regla (en tanto su carácter supletorio) estipulando que el contrato no puede ser transferido. Otra regla supletoria limita los daños que una parte puede recuperar por los daños causados por un incumplimiento contractual a los daños previsibles³². Las partes son generalmente libres de contratar obligaciones mayores si ellas así lo quieren.

La justificación normal para contar con un sistema de normas supletorias es que dando libertad a las partes para autorregularse en lo que éstas realmente quieren, lleva a que se obtengan mejores beneficios³³. Si la regla supletoria resulta más eficiente para las partes, éstas no acordarían negociar en búsqueda de un resultado diferente³⁴. Aun cuando una regla diferente es más eficiente en el sentido que aumenta la ganancia para las partes contratantes, éstas no negociarán bajo los términos de una regla superior si la ganancia en el excedente se reduce debido a los costos de transacción. Sin embargo, si la ganancia se desvía hacia una regla más eficiente que reemplaza los costos de transacción, las partes negociarán teniendo como base un resultado más conveniente³⁵. Ésta es la conocida "teoría contractual de Coase"³⁶.

Es el caso que las reglas de carácter supletorio llegan a ser más fuertes cuando los tipos de partes o las situaciones cubiertas por una regla dada se tornan más diversas. En efecto, la diversidad de partes o situaciones cubiertas por una regla supletoria, probablemente, son cubiertas casi en su totalidad por ésta. Por ejemplo, una regla que no regula específicamente una determinada institución despliega sus

²⁸ *United States v. Royal Business Funds Corp.*, 724 F.2d 12, 15 (2d Cir. 1983). In re *Tru Block Concrete Prods., Inc.*, 27 B.R. 486, 492 (Bankr. S.D. Cal. 1983).

²⁹ Ver JACKSON. "Logic and Limits..." Op. cit. p. 17 (permitirle a un deudor acordar con un acreedor para evitar participar en el procedimiento concursal destruiría las ventajas de un sistema colectivo).

³⁰ Sobre normas supletorias en la ley contractual, ver AYRES y GERTNER, "Filling Gaps..." Op. cit. Asimismo, ver GOETZ y SCOTT. Op. cit.

³¹ *Fitzroy v. Cave*, 2 K.B. 364, 372-73 (1905); "Restatement (Second) Of Contracts" § 317(2) (1981).

³² "Restatement (Second) Of Contracts" § 351 (1981). El caso clásico en este tema es *Hadley v. Baxendale*, 156 Eng. Representante. 145 (Ex. 1854). Sobre este tema trata POSNER, Richard. "Economic Analysis Of Law". 1986. pp.114-115 (defendiendo que el principio de *Hadley* o «induce a la parte con el conocimiento del riesgo para que tome las precauciones apropiadas o... pague [la otra parte] para asumirlo»). AYRES y GERTNER, "Filling Gaps..." Op. cit. pp. 101-104 (describen a *Hadley* como un «ejemplo de cómo un valor predeterminado de la multa puede restringir la conducta»). Por otro lado, EPSTEIN, Richard A. "Beyond Foreseeability: Consequential Damages in the Law of Contract". *Journal Legal Studies* No. 18. pp. 105, 138 (1989) (defiende que el legado de *Hadley* «o enfatiza la probabilidad de daño en la resolución del contrato o el conocimiento del demandado de circunstancias especiales debe ponerse de lado a favor de... una teoría de asunción tácita del riesgo»). JOHNSTON. "Strategic Bargaining..." Op. cit. p. 616 (analiza las implicancias económicas de *Hadley* como representante de una regla supletoria).

³³ Ejemplos de este razonamiento, Ver JOHNSTON. "Strategic Bargaining..." Op. cit. p. 624. KRONMAN, Anthony T. "Specific Performance". *Chicago Law Review* No. 45 pp. 351, 370 (1978). BARNETT, Randy E. "Rational Bargaining Theory and Contract: Default Rules, Hypothetical Consent, the Duty to Disclose, and Fraud". HARV. J.L. & PUB. POL'Y No. 783 (1992).

³⁴ Tal trato sólo ocurriría cuando se presenta un caso de información asimétrica que permitiría a la parte con ventaja obtener un mejor resultado contratando bajo los términos de una regla menos eficaz. Ver AYRES y GERTNER. "Strategic Contractual Inefficiency" p. 762. JOHNSTON. "Strategic Bargaining..." Op. cit. pp. 625-626.

³⁵ POLINSKY. Op. cit. p. 13; JOHNSTON. *Ibid.* p. 624.

³⁶ El término es recogido por Johnston. Ver JOHNSTON. *Ibid.* p. 618. Este reconoce que la teoría deriva del Teorema de Coase. *Ibid.* p. 624. Un ejemplo que usa tal razonamiento se encuentra en SCOTT, Robert E. "The Case for Market Damages: Revisiting the Lost Profits Puzzle". *Chicago Law Review* No. 57. pp. 1155, 1172-1173 (1990) («en un mundo dónde la presunción de Coase de costos de transacción iguales a cero, la regla legal es irrelevante porque las partes pueden negociar fuera del ámbito de dichas reglas»).

efectos de manera adecuada y por ello logra que un determinado mercado funcione correctamente, sin embargo, éste puede llegar a funcionar mal cuando no existen normas supletorias disponibles que reemplacen la voluntad no manifestada de los contratantes³⁷. Debido a que la ley concursal presenta sólo una opción para todas las empresas, y que las empresas varían en tamaño y complejidad, es difícil imaginar que dicha ley aumente al máximo la ganancia esperada por todas las partes. De hecho, es difícil imaginar que cualquier régimen concursal se configuraría como una regla óptima para todas las empresas³⁸. Así, existen fuertes razones para sospechar que tratando la insolvencia como una regla supletoria se aumentaría el bienestar general de las partes contratantes. Por ello, en la siguiente parte del presente artículo se demostrará que las distintas clases de accionistas prefieren reglas concursales distintas. Esto demuestra fehacientemente que la utilización de reglas de carácter supletorio es superior a la prescripción actual de la ley que dispone el empleo de reglas obligatorias.

Sin embargo, resulta necesario que existan algunas reglas obligatorias. Por ejemplo, las partes no pueden contratar para que se lleve a cabo un asesinato o un menor no puede celebrar un contrato que lo sujete a relaciones obligatorias. Empero, generalmente dichas normas de carácter obligatorio deben presentarse como excepción a la regla y no como la regla misma³⁹. Así, la presencia de este tipo de normas debe estar justificada. Generalmente los teóricos están de acuerdo con ella o la justifican por querer proteger a

las partes contratantes (paternalismo) o porque sociedad misma quiere proteger a terceras personas (externalidades)⁴⁰. En resumen, la carga de la justificación la tienen aquellos que defienden una regla obligatoria debiendo demostrar la necesidad de su existencia.

A la luz de estos argumentos, se requiere cambiar el régimen y estipular reglas de carácter supletorio para regular los procedimientos concursales, la premisa de que el régimen concursal debe ser uno con reglas obligatorias⁴¹ no puede justificarse⁴². Algunos han defendido la naturaleza obligatoria del régimen concursal. Sus argumentos simplemente son el resultado del mal entendimiento de la pregunta apropiada. Por ejemplo, el argumento propuesto por los teóricos del "*creditors' bargain*" considera que necesitamos de la insolvencia para resolver un problema de un grupo de intereses⁴³. Este grupo de intereses resulta de que los individuos son libres de usar determinados recursos, pero no pueden reprimir a otros individuos de usar los mismos recursos⁴⁴. Los teóricos del "*creditors' bargain*" han sugerido que la ley concursal debe ser obligatoria para resolver el problema de los intereses comunes, pues emerge cuando se dejan a los acreedores individuales a los remedios de las normas estatales. En tal situación, estas personas se comprometerían en una carrera por llevarse los bienes del deudor que traería como consecuencia un pago más bajo que el que podrían recibir si actuaran en grupo. La teoría del "*creditors' bargain*" intenta resolver este problema reemplazando la elección individual por un procedimiento colectivo⁴⁵.

³⁷ KRONMAN. Op. cit. pp. 357-358. (El uso de normas de regulación específica depende de si se presenta o no un mercado eficiente). SCHWARTZ, Alan. "The Case for Specific Performance". Yale Law Journal No. 89. pp. 271, 284-291 (1979) (señala que extendiendo las normas de actuación específica no se generaría negociación más alta, ello cuesta porque los compradores y vendedores asumen los costos de esta norma). ULEN, Thomas. "The Efficiency of Specific Performance: Toward a Unified Theory of Contract Remedies". Michigan Law Review No. 83. pp. 341, 385-389 (1984) (compara los diferentes remedios del contrato a la luz de los costos generados a las partes). El debate sobre las normas de actuación específica se analiza muy bien en KORNHAUSER, Lewis A. "An Introduction to the Economic Analysis of Contract Remedies". Colorado Law Review No. 57. pp. 683, 711-717 (1986).

³⁸ EASTERBROOK, Frank y Daniel R. FISCHER, "The Economic Structure Of Corporate Law" (1991) («Ninguna norma es en todo momento correcta para todas las empresas. Nadie piensa que la estructura que se utiliza para un restaurante de barrio se empleará de igual manera para Exxon o Hydro Québec»).

³⁹ AYRES, Ian y Robert GERTNER. "Filling Gaps ..." Op. cit. p.87.

⁴⁰ Ibid. p. 88.

⁴¹ BAIRD, Op. cit. p. 135 (explica que los «accionistas no pueden sustituir sus propios procedimientos fácilmente en lugar de las reglas concursales señaladas»). JACKSON y SCOTT. Op. cit. p. 203. («Los beneficios que distribuyen las reglas estandarizadas sugieren que pudiera restringirse la libertad contractual tradicional para optar fuera del acuerdo de los acreedores»).

⁴² Alan Schwartz ha llegado a una conclusión similar, por lo menos con respecto a las empresas con accionariado difundido. Ver SCHWARTZ, Alan. "Bankruptcy Workouts and Debt Contracts". J. LEGAL EDUC. No. 36. Schwartz señala que para las empresas con accionariado difundido, se podrían ofrecer bonos que comprometan a la empresa a una reestructuración privada. El análisis en el presente artículo es consistente con la conclusión de Schwartz, pero luego va más allá y se extiende a todas las empresas, ofreciendo un menú de regímenes concursales, e intenta reducir los costos de transacción que pueden impedir a las partes aceptar el régimen concursal óptimo.

⁴³ JACKSON. "Logic and Limits..." Op.cit. pp. 8-11.

⁴⁴ FRIEDMAN, Alan E. "The Economics of the Common Pool: Property Rights in Exhaustible Resources". UCLA Law Review No. 18. pp. 855, 855 (1971). LIBECAP, Gary y Steven N. WIGGINS. "Contractual Responses to the Common Pool: Prorationing of Crude Oil Production". AM. ECON.REV. No. 74. pp 87, 88-89 (1984); SWEENEY, Richard J. "Market Failure, The Common Pool Problem, and Ocean Resource Exploitation". Journal Law and Economics No. 17. pp. 179, 182 (1974).

⁴⁵ JACKSON, "Creditors' Bargain..." Op. cit. pp. 861-864 (señala que el procedimiento colectivo elimina los costos estratégicos y reduce las variaciones de la recuperación asociadas con una carrera entre los acreedores por llegar a las Cortes»).

Pero esta carrera por los bienes de la empresa en que dicha teoría se sustenta difiere significativamente del problema del interés común tradicional. En efecto, los acuerdos de los acreedores⁴⁶ deben darse en las relaciones con la empresa y no entre ellos mismos. El costo de tener un ineficiente régimen concursal se lleva finalmente por los inversionistas de la empresa en la forma de pagos de interés más altos considerando que los costos asociados con los intereses comunes se asumen por todos. Consideremos una regla concursal en la que las garantías no sean respetadas. Esta regla, de antemano, reducirá el pago a los acreedores con garantía. El efecto de dicha regla sería que esos acreedores con garantía exigirían una tasa de interés más alta para compensar el riesgo pues no podrán recuperar el valor de su garantía. En la medida que el crédito asegurado es beneficioso, éste también llega a beneficiar al deudor. Cualquier impedimento a un acuerdo eficiente, será cargado finalmente por la empresa.

Lo mismo ocurre para todos los aspectos de los términos del contrato de insolvencia. Los acreedores determinarán sus préstamos con base al tratamiento que reciban en un hipotético estado de insolvencia. Los inversionistas finalmente asumirán el costo. Así, se diferencia del problema de los intereses comunes donde el costo de la acción menos óptima se extiende entre todos los participantes, en el caso de la insolvencia los inversionistas se posicionan mejor para seleccionar la regla que mantiene el retorno esperado más grande a la empresa. Así, la naturaleza obligatoria de la insolvencia no puede ser justificada por el acuerdo hipotético de los acreedores que se diseñó para superar el problema de los intereses comunes.

Un segundo argumento señalado en defensa de la naturaleza obligatoria de la insolvencia es la necesidad de la estandarización. En suma, algunos defienden que tener un solo esquema de insolvencia obligatorio hace fácil a todos los participantes conocer las reglas del juego⁴⁷. Este argumento tiene dos aspectos. Primero, la

estandarización permite a las partes ahorrar el costo de creación de un régimen concursal desde el principio. En efecto, si cada empresa fuera exigida a crear su propio juego de procedimientos concursales, puede muy bien que para muchas empresas el costo de bosquejar tales procedimientos resultaría mayor que la ganancia que la empresa comprendería a través de un régimen concursal ya determinado. Agregado a este costo se encuentra el costo de comunicar dicho régimen concursal a todos los acreedores. Si la empresa desea ofrecer un régimen concursal hecho a la medida de todos sus acreedores, debe explicar estas provisiones de manera reiterada.

Un segundo aspecto del argumento que defiende la estandarización es que la naturaleza obligatoria de la insolvencia, la protege de conductas estratégicas. Si un acreedor pudiera contratar fuera de la insolvencia, todos los acreedores tendrían que estar en guardia y tomar conocimiento de tales esfuerzos⁴⁸. La empresa no puede efectuar dicho contrato con todos los acreedores a la vez. El primer acreedor que contrata con la empresa, a la luz del problema potencial de la empresa de extender un contrato diferente con los acreedores subsecuentes, podría adoptar un acercamiento máximo. En otros términos, un acreedor intentaría aumentar al máximo su acreencia si asume que los otros acreedores estaban intentando minimizar la suya⁴⁹. La motivación del acreedor sería como sigue. Si la empresa no puede comprometerse creíblemente a ofrecer un solo régimen concursal, los acreedores no pueden aceptar éste debido a que no es óptimo pues en el mismo no se incluirán otros acreedores. En cambio, el acreedor sólo aceptaría un régimen concursal que lo proteja de la expropiación futura. Dicho de otro modo, mientras esto podría representar potenciales ventajas para contratar fuera del ámbito del *Chapter 11*, los costos de intentar llevar a cabo tal régimen serían mayores que los beneficios potenciales. Según sus defensores, los beneficios de estandarización son mayores que los beneficios de personalizar los regímenes concursales⁵⁰.

⁴⁶ Esta diferencia es señalada por PICKER. Op. cit. p. 647 (diferencia el problema del interés común que típicamente surge entre extraños, debido a las relaciones entre un deudor y sus acreedores que son principalmente contractuales y pueden estructurarse para minimizar el problema del interés común).

⁴⁷ JACKSON y SCOTT. "On Nature of Bankruptcy: ..." Op. cit. p. 203 (anotando los beneficios extraordinarios de limitar las opciones de insolvencia en «unos formularios»); GOETZ y SCOTT. "The Limits of Expanded Choice..." Op. cit. p. 261 (llaman las condiciones dadas por el Estado en un contrato "un intento de comunicación entre las partes").

⁴⁸ JACKSON. "Logic and Limits..." Op. cit. p. 17 (permitirle a un deudor contratar con un acreedor para evitar participar en el procedimiento de insolvencia destruiría las ventajas de un sistema colectivo).

⁴⁹ Para una descripción formal de estrategias de máximo y mínimo, ver RASMUSEN, Eric. "Games And Information: An Introduction To Game Theory". pp. 103-104 (1989); KREPS, David M. "A Course In Microeconomic Theory". pp. 508-509 (1990) (describiendo el *Folk Theorem* por el que se sostiene que todos los posibles resultados sobre el valor mínimo de un participante son una constante en el juego).

⁵⁰ Esta declaración aplica el argumento que Goetz y Scott han puesto adelante para las condiciones estandarizadas en la ley del contrato. Ver GOETZ y SCOTT. "The Limits of Expanded Choice..." Op. cit. p. 321 (concluyendo que la estandarización de las condiciones del contrato evita los riesgos asociados con las combinaciones).

La solución al problema de los costos de transacción y al problema de la conducta estratégica es tener un menú de opciones de insolvencia disponible. En efecto, cuando una empresa se forma, debería ser requerida a seleccionar qué cursos de acción desea tener disponible en el supuesto de encontrarse con dificultades financieras a lo largo de su actividad. La ventaja de estas diferentes opciones estandarizadas es que reducen los costos de transacción y además hacen fácil la comunicación para los terceros. Asimismo, podría aún permitirse a las partes redactar su propio contrato si es que ninguna de las opciones disponibles satisface sus necesidades, aunque el menú debería asegurar que la mayoría de las empresas prefieran escoger una de las opciones que costear la creación de un régimen concursal propio. La existencia de un menú conocido de opciones de insolvencia, responde de esta manera al argumento de los costos de transacción para tratar la insolvencia como una regla obligatoria.

El menú puede ocuparse del problema de la manipulación estratégica también. Una posición que limite la posibilidad de la empresa de cambiar su régimen elegido después de que ésta ha asumido una deuda, asegura que la amenaza de la insolvencia se regirá por la opción concursal elegida para transferir los bienes de los acreedores a los inversionistas. Una discusión de tales limitaciones se pospone hasta que las opciones en el menú se hayan delineado⁵¹. Por ahora, el punto importante es que estas limitaciones aseguran que una empresa pueda anunciar públicamente qué opción concursal ha acogido, y que todos los acreedores futuros puedan confiar en dicha opción.

La incorporación del referido menú a la ley de insolvencia corporativa crea otro beneficio también; ayudaría a los dueños de una empresa a decidir qué opción deben escoger. En efecto, el menú permitiría a ellos, a los bancos y a los acreedores anticiparse a los ajustes de las tasas de interés que se harían para cada elección ofreciendo una discreta gama de opciones. Así, ellos podrían comunicar en la formación la empresa el verdadero costo de seleccionar un régimen de insolvencia sobre otro. El beneficio de esta comu-

nicación se incrementa por el hecho que, como se señalará en la próxima parte del presente artículo, eligiendo el régimen concursal apropiado se puede inferir las preferencias de los dueños de la empresa. Ello, debido a que los mismos dueños y no el Congreso o las Cortes, están en mejor posición de evaluar estas preferencias, y el menú les permitiría comparar los beneficios de cada opción con sus costos.

Así, queda claro que quienes escogen contratar con una empresa están comprometidos a acatar el régimen concursal por ésta escogido toda vez que hay un menú que facilite la efectividad, por ello, la ley de reestructuración patrimonial debe estar contenida en una norma dispositiva. Sin embargo, el régimen de los acreedores extracontractuales debe estar sujeto a una norma de carácter obligatorio. Los acreedores de deudas extracontractuales no tienen en ningún sentido algún acuerdo con la empresa. Si sus derechos pudieran ser determinados por los accionistas de la empresa, es muy probable que estos derechos sean inexistentes. Desde que la empresa no necesita su consentimiento, los inversionistas tienen un incentivo para encajar en ellos las condiciones más ásperas posibles. Dicho de otro modo, dada la incapacidad de los acreedores extracontractuales para acordar con la empresa *ex ante*, una regla de valor predeterminado animaría a que los acreedores contractuales cambiaran los costos de la insolvencia hacia los acreedores extracontractuales. En efecto, si la empresa pudiera asignar la prioridad más baja a los demandantes extracontractuales, podría aumentar el pago a los acreedores contractuales, permitiendo de esta manera reducir el costo del crédito que pudiera obtener.

Sin embargo, este problema se remedia fácilmente. Una regla obligatoria puede ser justificada para proteger a terceros de externalidades. Está claro que los acreedores extracontractuales necesitan tal protección. Sin embargo, ellos no necesitan la protección de un régimen concursal de carácter dispositivo. La pregunta de cómo brindar un tratamiento apropiado a los acreedores extracontractuales cuando una empresa es insolvente es un asunto muy

⁵¹ Ver subapartado III(B) (en el que se discuten las limitaciones apropiadas en la posibilidad del deudor de cambiar sus opciones concursales disponibles después de la formación de la empresa).

estudiado en literatura⁵². Sin embargo este artículo no lo hace, debido a que no necesita entrar en este debate. Más bien, cabe resaltar que una vez que los políticos deciden el óptimo tratamiento de los acreedores extrancontractuales, este tratamiento debe ser inalterable por cualquier contrato de crédito. En otros términos, los estados de prioridad de los demandantes extracontractuales no deben depender de la opción del régimen concursal que una empresa selecciona. Así, un régimen concursal que consiste principalmente en reglas dispositivas puede acomodar perfectamente la existencia de demandantes extracontractuales mediante la inclusión de reglas obligatorias.

En consecuencia, se presenta una eficacia potencial que se ganaría al cambiar la ley dándole acceso al menú. La tarea que resta es crear un menú apropiado para asegurar que tales ganancias sean realizadas. Esto justifica el uso de cierto tipo de normas de carácter supletorio. Al emprender esta tarea, este artículo examinará la ley existente y las teorías de reestructuración corporativa que se presentan en la actualidad, y entonces demostrará que un menú basado en asunciones creíbles acerca de los tipos de procedimientos que los distintos tipos de titulares de capital pueden preferir⁵³.

II. LAS TEORÍAS DE REESTRUCTURACIÓN PATRIMONIAL: UN REPASO

Esta parte del presente artículo explora la ley concursal actual, incluyendo el *Chapter 11*. Asimismo, analiza

el debate que se ha suscitado acerca de la justificación normativa de las normas de reestructuración, partiendo de los distintos puntos de vista ofrecidos y examinando la conveniencia de cada uno a la luz de la discusión señalada en la primera parte.

A. Las provisiones existentes en la Ley Concursal

El Código Concursal proporciona a las empresas con problemas financieros dos medios —el *Chapter 7* y el *Chapter 11*— para que éstas puedan enfrentar sus dificultades. Para entender las opciones que esta norma proporciona, primero resulta necesario analizar los resultados que se obtienen en la ausencia de dicha ley. En ausencia de la ley concursal, la ley estatal regula la relación entre un deudor y sus acreedores. En efecto, positivamente, la insolvencia es construida bajo los procedimientos estatales de cobranza. La ley del Estado determina la manera en que los acreedores pueden establecer la prioridad de los bienes de la empresa contra otros acreedores⁵⁴. Bajo la ley estatal, algunos acreedores de una empresa tienen contratada una prioridad sobre otros acreedores de la misma. Estos acreedores tienen una garantía sobre los bienes de la empresa, debido a que sus acreencias serán pagadas con estos bienes antes que las acreencias de los otros acreedores⁵⁵. Si el deudor se negara a reconocerle los beneficios de su garantía colateral, el acreedor garantizado puede recurrir al Estado para exigir a sus derechos contractuales⁵⁶. El resto de acreedores de la empresa establecerá su

⁵² Las propuestas del tratamiento de los demandantes extracontractuales involucran tanto la pregunta de si los accionistas de la empresa deben recibir una responsabilidad limitada como la pregunta de si los demandantes extracontractuales deben recibir una prioridad de los recursos de la empresa. Por ejemplo, ver HALPERN, Paul. "An Economic Analysis of Limited Liability in Corporate Law". *Toronto Law Review* No. 30. pp. 117, 148-149 (1980) (pensando en la responsabilidad ilimitada de las corporaciones y, en algunos casos, en la responsabilidad personal de los directores de corporaciones públicas); HANSMANN, Henry y Reinier KRAAKMAN, "Toward Unlimited Shareholder Liability for Corporate Torts", *Yale Law Review* No. 100. pp. 1879, 1902 (1991) (propone responsabilidad ilimitada para los accionistas y la subrogación de la deuda extracontractual por la de la deuda contractual); LEEBRON, David W. "Limited Liability, Tort Victims, and Creditors", *Columbia Law Review* No. 91. pp. 1565, 1643-1649 (1991) (exige la prioridad de las deudas extracontractuales sobre todas las contractuales, incluyendo las de los acreedores asegurados); SCHWARTZ, Alan. "Products Liability, Corporate Structure, and Bankruptcy: Toxic Substances and the Remote Risk Relationship", *Journal Legal Studies* No. 14. p. 689 (1985) (piensa en la responsabilidad ilimitada del accionista para ciertas deudas extracontractuales pero reteniendo la responsabilidad limitada por otras); PAINTER, Christopher M.E. "Tort Creditor Priority in the Secured Credit System: Asbestos Times, the Worst of Times", *Stanford Law Review* No. 36. pp. 1045, 1080-1083 (1984) (exige prioridad para las deudas extracontractuales).

⁵³ El argumento utilizado para el tratamiento de la ley concursal como una norma dispositiva es uno económico por naturaleza. Para ver un argumento que emplea nociones de justicia social, ver RASMUSSEN, Robert K. "Bankruptcy, Default Rules, and Social Justice" (artículo inédito a ser publicado en *Texas Law Review*).

⁵⁴ BAIRD, Douglas. "Loss Distribution, Forum Shopping, and Bankruptcy: A Reply to Warren". *Chicago Law Review* No. 54. pp. 815, 827 (1987) («la existencia de la ley concursal no coloca derechos sustantivos y derechos procesales que puedan ser entendidos sólo contra el telón de los derechos procesales); HILL, Alfred. "The Erie Doctrine in Bankruptcy". *Harvard Law Review* No. 66. pp. 1013, 1035 (1953) (observa que el claro propósito del régimen concursal es mantener un sistema en el cual el Estado se ocupa de las reglas de juego). Pero ver *Ibid.* p. 1035 (ejemplos en que los derechos sustantivos de los acreedores a contar con una prioridad entre las asignaciones que se afirman bajo la ley estatal, se modificaron por Cortes de equidad especializadas en insolvencia). Pensar que esto deba ser tomado como una materia normativa es algo muy distinto.

⁵⁵ Los procedimientos de constitución de garantías son señalados en el artículo 9 del *Uniform Commercial Code*.

⁵⁶ Bajo el artículo 9 del *U.C.C.*, un deudor puede escoger entre dos opciones para obtener el beneficio de su garantía colateral: primero, él puede retener los bienes sujetos a su garantía y puede guardarlos para la satisfacción de la deuda o puede revenderlos y puede aplicar los beneficios a la deuda. A menudo una reventa producirá una deficiencia de la que el deudor es normalmente responsable. Alternativamente, el acreedor puede ignorar su garantía y puede iniciar un juicio por la obligación subyacente pudiendo proceder a la ejecución de la garantía. WHITE, James J. y Robert S. SUMMERR. "Uniform Commercial Code" § 25-4. p. 1195 (Tercera Edición, 1988).

prioridad compitiendo entre ellos mismos para ser los primeros en recibir los bienes de la empresa no sujetos a garantía⁵⁷. Tales acreedores o pueden ser pagados de buena gana por el deudor o, después de que ellos han establecido su derecho para cobrar al deudor a través de un juicio, pueden solicitar la ayuda del Estado en procura de los recursos del deudor.

Las dos alternativas que la ley concursal proporciona, tienen que ver con los esfuerzos de los acreedores para cobrar sus acreencias a través de los remedios otorgados por el Estado, y encauza los esfuerzos del cobro en el foro de la insolvencia⁵⁸. La primera de estas alternativas es el *Chapter 7*. El *Chapter 7* es la provisión de la liquidación por la cual el Código reduce los recursos de la empresa a dinero en efectivo a efectos del cobro, y este efectivo se distribuye a los acreedores de la empresa. Las mecánicas de este proceso son relativamente simples. Una vez que una empresa solicita una insolvencia bajo las normas del *Chapter 7*, los inversionistas pierden la dirección de la empresa⁵⁹. Un fideicomisario interino es designado por el Fideicomisario de los Estados Unidos⁶⁰, y un fideicomisario permanente se elige por los acreedores de la empresa⁶¹. La principal obligación del fideicomisario es «cobrar y reducir eficientemente el dinero» comprendido en los recursos de la empresa⁶². Este dinero se distribuye entonces a los acreedores de la empresa. El *Chapter 7* determina el orden en el cual los acreedores demandantes serán pagados⁶³. A la larga, se respetan las prioridades señaladas por el Estado. Aquellos que han obtenido una prioridad especial a ciertos recursos bajo el sistema de cobro determinado por el Estado -o perfeccionando una garantía contractualmente u obteniendo una prioridad no consensuada (un embargo)- retienen su prioridad por encima de otros acreedores⁶⁴. Así, los

acreedores garantizados reciben la propiedad sobre la cual tienen una garantía o se cobran de los beneficios de la venta de tal propiedad⁶⁵.

La mayor desviación de la ley estatal es el tratamiento que otorga el *Chapter 7* a los acreedores generales. En efecto, el *Chapter 7* reemplaza la carrera entre los acreedores distribuyendo los recursos a prorrata⁶⁶. Una vez efectuada una petición de insolvencia, los acreedores generales ya no compiten contra los especiales para la distribución de los recursos saneados de la empresa. En la medida que no hay recursos suficientes para pagar a tales acreedores por completo, el déficit es cargado por todos los acreedores generales disminuyendo la cantidad que éstos han prestado a la empresa⁶⁷.

Sin embargo, actualmente se presentan también otras desviaciones. Si bien la ley concursal respeta la prioridad de un acreedor con garantía, tal respeto no es completo. En efecto, la ley del Estado no sólo otorga a estos acreedores los beneficios de su garantía, también procede a determinar el momento del pago. Una vez que una empresa incumple con sus obligaciones a un acreedor con garantía, el acreedor puede requerir la acción judicial y con ello asegurar que recibirá los beneficios de la venta de su garantía en un momento ya determinado⁶⁸. En la medida que un procedimiento de insolvencia extiende el tiempo para que el acreedor con garantía cobre su acreencia sin compensar al resto de acreedores, no se respeta de ninguna manera la ley estatal⁶⁹. El hecho de que un acreedor garantizado sea compensado por las demoras impuestas por las leyes concursales depende de si el valor de la garantía colateral del acreedor excede la cantidad que debe al acreedor. Si el acreedor está sobregarantizado, aumentará el interés en su deman-

⁵⁷ Ver *Ibid.* 24-4 p. 1131 (Discute la doctrina de “*first in time, first in right*” que señala: «corre como un hilo de un oro a través de virtualmente todas las prioridades posibles»).

⁵⁸ *Ibid.* § 362 (a).

⁵⁹ *Ibid.* § 701 - 704 (selección y deberes de los fideicomisarios).

⁶⁰ *Ibid.* § 701 (a).

⁶¹ *Ibid.* § 702 (b).

⁶² *Ibid.* § 704 (1).

⁶³ *Ibid.* § 726 (a).

⁶⁴ *Ibidem.*

⁶⁵ *Ibid.* § 724 (b).

⁶⁶ *Ibid.* § 726 (b).

⁶⁷ Si hay recursos suficientes para pagar a los acreedores generales, los recursos restantes van pagar el interés a los acreedores generales, cualquier otro fondo restante se utilizará para pagar a los accionistas. *Ibid.* § 726 (a)(5). Los casos donde los recursos del deudor exceden sus obligaciones se presentan infrecuentemente.

⁶⁸ El tiempo entre la interposición de la acción legal y el recaudo de los beneficios de la venta de la exclusión difiere dependiendo de la ley estatal pertinente y el tipo de recurso invocado. Por ejemplo, como una proposición general, la exclusión de la propiedad real toma un tiempo mayor que la de la propiedad personal. HENSON, Ray D. “Secured Transactions Under The Uniform Commercial Code § 10-5”. p. 355 (Segunda Edición) 1978 (los remedios del Código son más expeditivos que los de las leyes de exclusión de hipoteca...).

⁶⁹ Por supuesto, un acreedor no tiene ningún derecho a quejarse si el retraso causado por el procedimiento habría tenido que llevarse bajo la ley estatal. *Sexton v. Dreyfus*, 219 EE.UU. 339, 344-45 (1911).

da durante el procedimiento concursal⁷⁰. Sin embargo, si el acreedor es uno subgarantizado, entonces no será compensado por cualquier retraso en el procedimiento de insolvencia. Mientras el Código no es claro en este último aspecto, la Corte Suprema en el caso *United Savings Ass'n v. Timbers of Inwood Forest Associates*⁷¹ sostuvo que los acreedores no garantizados reciben sólo el valor de su garantía colateral sin tener en cuenta si el proceso de insolvencia ha demorado⁷².

Tercero, el *Chapter 7* se desvía de la ley estatal otorgando una prioridad especial a quienes en otros casos habrían sido demandantes generales sin garantía⁷³. En efecto, los trabajadores de la empresa son colocados en una prioridad especial por una porción de sus sueldos no abonados; de la misma manera la obligación de la empresa con su plan jubilatorio también recibe una prioridad limitada. Los operadores de grano, pescadores, y consumidores reciben también un tratamiento preferencial. Finalmente, la demanda del gobierno para cobrar los impuestos no pagados por la empresa debe satisfacerse antes que los acreedores generales reciban cualquier pago.

Así, el aspecto que define al procedimiento regulado en el *Chapter 7* es que todos los recursos de la empresa se reducen a dinero en efectivo, que luego es distribuido a aquellos a quienes la ley estatal reconoce que pueden demandar el pago por las deudas de la empresa. Durante el período de reducción de los bienes a dinero en efectivo, el Código presume que la empresa no operará⁷⁴. Sin embargo, el fideicomisario puede pedir a las Cortes especializadas en Derecho Concursal que le permitan operar el negocio mientras dura el procedimiento regulado en el *Chapter 7*. Así, la Corte concederá dicho permiso «durante un período limitado, si el funcionamiento es en interés de la situación de la empresa y además es consecuente con la liquidación

ordenada⁷⁵». Sin tener en cuenta si la empresa recibe o no dicho permiso, el resultado neto del procedimiento regulado en el *Chapter 7* es que se venden los bienes de la empresa a terceros para obtener dinero en efectivo cuyos destinatarios son los acreedores de dicha empresa. A pesar de que las demandas de todos los acreedores de la empresa que no son pagadas íntegramente, no son por completo técnicamente descargadas⁷⁶, estas demandas restantes se quedan sin ningún valor toda vez que la empresa ya no cuenta con ningún bien remanente. De esta manera, el *Chapter 7* determina que los dueños actuales de la empresa se quedan fuera, y los recursos terminan en manos de nuevos dueños.

Por otro lado, el Código da una segunda opción a las empresas en crisis: la de acogerse al procedimiento de reestructuración regulado por el *Chapter 11*. Considerando que el procedimiento concursal que regula el *Chapter 7* normalmente produce la interrupción de las actividades de la empresa, la meta del procedimiento del *Chapter 11* es renovar la estructura de la empresa para que ésta pueda continuar realizando sus actividades. De esta manera, no es sorprendente que los procedimientos regulados por el *Chapter 11* sean mucho más complejos que aquéllos llevados a cabo bajo los términos del *Chapter 7*. Es lógico esperar que el mantenimiento de la empresa y la negociación de una nueva estructura tome más tiempo y esfuerzo que simplemente su liquidación y venta de sus bienes para distribuir el resultado a sus acreedores.

Una diferencia mayor entre estos dos procedimientos concursales radica en la designación del control de la empresa mientras se lleva a cabo el procedimiento. En la mayoría de procedimientos del *Chapter 11*, a diferencia de los procedimientos del *Chapter 7*, la Junta de Accionistas se mantiene al mando de la empresa⁷⁷. Dicho mantenimiento puede ser necesi-

⁷⁰ Ver 11 U.S.C. § 506(b) (1988). Un acreedor sobregarantizado tiene derecho a su garantía aun cuando sea un acreedor no consensual. Ver *United States v. Ron Pair Enters, Inc.*, 489 U.S. 235, 241 (1989) (se permitió al gobierno recuperar el interés en una carga del impuesto contra propiedad poseída por el deudor).

⁷¹ 484 U.S. 365 (1988).

⁷² Ibid. p. 382. Sin embargo, un comentarista señala que el Código es mejor interpretado si compensamos a los acreedores sin garantía por los retrasos de los procedimientos concursales. KELLY, Thomas O. "Comment, Compensation for Time Value as Part of Adequate Protection During the Automatic Stay in Bankruptcy". *Chicago Law Review* No. 50. pp. 305, 309-322 (1983). Baird y Jackson señalan que dicho retraso debe ser indemnizable y ello debe estar dispuesto en una norma. BAIRD y JACKSON. "Corporate Reorganizations ...", *Op. cit.* pp. 99-100. El error del último argumento es que asume que los acreedores han contratado con garantía con el deudor, y sólo entonces acuerdan con otros acreedores acerca del procedimiento concursal.

⁷³ 11 U.S.C. § 726(a)(1) & 507(a)(3)-(7) (1988).

⁷⁴ Ibid. § 721 (requiere la autorización judicial para que un fideicomisario pueda continuar operando el negocio).

⁷⁵ Ibidem.

⁷⁶ La provisión de descarga del *Chapter 7* es solamente de aplicación individual. Ibid. § 727(a)(1).

⁷⁷ Ibid. § 1107(a) (señala que el deudor ejercerá la posesión de «todos los derechos... y poderes, y realizará todas las funciones y deberes... de un fideicomisario», incluso el poder para operar el negocio del deudor bajo 11 U.S.C. § 1108). Al expulsar a la dirección actual, una parte en interés, normalmente un acreedor, debe pedir la presencia de un fideicomisario para ejecutar la empresa. La corte está instruida para conceder de oficio «para la causa, incluso el fraude, deshonestidad, incompetencia, o la mala administración». Ibid. § 1104(a)(1). LoPucki y Whitford señalan en sus estudios de insolvencia, que de 43 compañías cotizadas en Bolsa, la dirección actual fue reemplazada por un fideicomisario en sólo 2 casos. LOPUCKI, Lynn M. y William C. WHITFORD, "Corporate Governance in the Bankruptcy Reorganization of Large, Publicly Held Companies 35". 1991. (artículo inédito de los archivos de Texas Law Review).

rio para asegurar que la empresa continúe operando mientras dura el procedimiento de insolvencia. Un fideicomisario puede entrar y vender los recursos de la empresa al mejor postor, sin embargo, resulta lógico pensar que éste no pueda llevar a cabo una actividad en una empresa que no conoce o con la que, en todo caso, no tiene familiaridad. El mantenimiento de la dirección de la empresa puede ser necesario; sin embargo, por lo menos en algunos casos, esta retención causa también problemas⁷⁸. El *Chapter 11* induce a los gerentes que controlan las decisiones de insolvencia para solicitar un procedimiento bajo los términos del *Chapter 11* en lugar de acogerse a los procedimientos regulados por el *Chapter 7*. Si ellos se acogen al *Chapter 7* simplemente pierden sus empleos; en cambio, si se acogen al *Chapter 11*, consiguen retenerlos, al menos en el corto plazo⁷⁹.

Al mismo tiempo cuando los gerentes en el período previo de la insolvencia, solicitan la inclusión de una empresa en los procedimientos del *Chapter 11*, los acreedores e incluso los inversionistas, intentan crear una nueva estructura para la empresa. Esta nueva estructura se convierte entonces en un plan de reestructuración. Dicho plan simplemente es un esquema que se tendrá en cuenta para el futuro de la empresa y sus acreedores. Los planes de reestructuración normalmente se dirigen a lograr la continuación de la actividad de la empresa, aunque también los planes que se dirigen a la liquidación de ésta son frecuentes⁸⁰. En un plan en que se considere a los remanentes de la empresa como negocio operativo, se parte de las condiciones bajo las cuales los acreedores existentes intercambian sus demandas contra la empresa por dinero en efectivo, bonos, o una porción en la dirección de la empresa reorganizada. La consumación de

un plan de reestructuración, suspende las demandas previas a la insolvencia dirigidas contra la empresa⁸¹.

El *Chapter 11* coloca adelante las reglas de fondo porque aquello que está en juego es el plan de reestructuración de la empresa. Estas reglas de fondo son procesales y sustantivas. En el lado procesal, el Código les da el derecho exclusivo para proponer un plan de reestructuración durante los primeros 120 días a los inversionistas de la empresa después de que se efectúa la petición de declaración de insolvencia. Las Cortes especializadas en Derecho Concursal⁸² tienen el poder para extender este período⁸³, cabe recalcar que tales extensiones son comunes⁸⁴. Después de que dicho período expira, cualquier acreedor o accionista puede presentar un plan de reestructuración⁸⁵.

Una vez propuesto el plan de reestructuración, la aprobación del plan en el primer caso se hace a través del voto por los acreedores de la empresa. El plan propuesto dividirá a los acreedores y accionistas en varias clases. Sólo pueden agruparse los acreedores⁸⁶ en una clase si sus demandas son «sustancialmente similares»⁸⁷. Así, en la práctica, esto significa que cada acreedor con garantía normalmente se agrupará en una sola clase. Se presume que las clases que no reciben ninguna distribución según el plan, lo han rechazado⁸⁸. En cambio, se presume que las clases a las cuales el plan proporciona una expectativa de pago íntegra, han aceptado el plan⁸⁹. Para las clases restantes que son las que reciben parcialmente el pago demandado, una clase de acreedores se considera apta para aceptar el plan cuando más de la mitad de los votos de los acreedores que representan más de dos tercios de la cantidad de demandas han aceptado el plan⁹⁰.

⁷⁸ Estos problemas han sido analizados por ACKERMAN, Susan Rose. "Risk Taking and Ruin: Bankruptcy and Investment Choice". *Journal Legal Studies* No. 20. p. 277.

⁷⁹ Algunos gerentes igual logran retener sus posiciones a la larga. En un estudio de compañías sostenidas en crisis, Stuart Gilson señaló que 46% de directores y 43% de CEO retienen sus trabajos durante más de dos años después de iniciada la crisis. GILSON, Stuart C. "Bankruptcy, Boards ..." *Op. cit.* p. 356. LoPucki y Whitford, sin embargo, encontraron que aunque la dirección retuvo la autoridad exclusiva para proponer un plan de reestructuración en la mayoría de casos, el 91% de casos había un cambio por lo menos en el CEO durante el período iniciado dieciocho meses antes de la solicitud de insolvencia y terminado seis meses después de la confirmación, había un cambio por lo menos en el CEO durante el procedimiento del *Chapter 11* en el 70% de casos. LOPUCKI, Lynn M. y William C. WHITFORD, "Corporate Governance ..." *Op. cit.* pp. 68-70.

⁸⁰ FLYNN, Ed. "Statistical Analysis Of Chapter 11". 1989. p. 12 (estima que el 20-30% de 2395 empresas confirmaron planes de reestructuración en 15 distritos requiriendo la liquidación de la empresa).

⁸¹ 11 U.S.C. § 1141 (1988).

⁸² *Ibid.* § 1121(b).

⁸³ *Ibid.* § 1121(d).

⁸⁴ LoPucki y Whitford informan eso en su estudio, de 43 casos acogidos por el *Chapter 11*, todos los cuales involucran a compañías comercializadas, el deudor retuvo el derecho exclusivo para solicitar un plan de reestructuración en todos los casos menos en nueve. LOPUCKI, Lynn M. y William C. WHITFORD, "Bargaining over ..." *Op. cit.* p. 128

⁸⁵ 11 U.S.C. § 1121(c) (1988).

⁸⁶ *Ibid.* § 1123(a)(1).

⁸⁷ *Ibid.* § 1122(a).

⁸⁸ *Ibid.* § 1126(g).

⁸⁹ *Ibid.* § 1126(f).

⁹⁰ *Ibid.* § 1126(c).

El *Chapter 11* también dispone reglas sustantivas para regular un plan de reestructuración. En efecto, especifica la cantidad mínima que un acreedor que se opone al plan debe recibir. Los derechos de acreedores individuales dependen de si éstos cuentan o no con créditos garantizados y de si su clase ha aprobado o no el plan de reestructuración. Si el acreedor con garantía objeta el plan, dicho plan sólo puede confirmarse por las Cortes Concursales si éstas o prevén que el acreedor con garantía realice un embargo preventivo y el plan prometa los pagos de dinero en efectivo a los acreedores en un igual valor a la cantidad que se demanda, o si paga al acreedor con garantía el "equivalente indubitable de su demanda"⁹¹.

Los derechos de un acreedor sin garantía disidente o de un inversionista disidente, dependerán de si su clase ha aceptado el plan. Si esto es así, el único tratamiento que se podría exigir es recibir lo que habría recibido en un procedimiento de liquidación bajo los términos del *Chapter 7*⁹². Este valor hipotético de la liquidación es determinado por un juez concursal. Si la clase a la que pertenece el acreedor ha rechazado el plan, éste sólo podrá confirmarse si reúne el requisito adicional de no mantener ningún beneficio adicional propio de las clases que se encuentran en una prioridad inferior⁹³.

Este último requisito es conocido como la «regla de la prioridad absoluta»⁹⁴. Es esta regla, que respeta las prioridades establecidas por las reglas estatales, la que desplaza los acuerdos en el plan de reestructuración. Cuando la empresa es insolvente, el resultado de la regla de la prioridad absoluta es que los acreedores tienen derecho al total de la empresa. En este sentido, los accionistas se convierten en demandantes residuales que sólo reciben los bienes de la empresa después de que todos los acreedores han sido pagados por completo. Les prohíben así tomar los recursos de una empresa insolvente⁹⁵.

Para estar seguros, cabe mencionar que la regla de la prioridad absoluta no significa que los inversionistas se cobren fuera en todos los planes de reestructuración. De hecho, es común que los planes concedan participación en la nueva empresa a los accionistas anteriores. A menudo las clases de acreedores aprueban el plan de reestructuración aunque ellos no estén pagándose por completo y los inversionistas se alejan con una porción de la empresa reestructurada. El poder del trato de los inversionistas se deriva de dos fuentes. En primer lugar, las contribuciones a futuro de los inversionistas a la empresa pueden ser necesarias para la supervivencia de ésta. En muchas corporaciones pequeñas, el gerente es también el dueño de la empresa. Su participación en la reestructuración puede ser requerida por la empresa. Por ejemplo, el gerente puede ser el dueño de una empresa que fabrica mueblería. La reputación de la empresa se ha acrecentado por la insistencia tenaz del gerente de que cada pedazo de la mueblería vendida sea de suma calidad. Sin este gerente dirigiendo la empresa, pocos comprarían el producto. Es más, los esfuerzos del gerente se deben principalmente al hecho de que es su nombre el que se representa en el producto. Así, las habilidades específicas del gerente pueden ser necesarias si el negocio quiere sobrevivir, y el gerente puede negarse a participar en la empresa reestructurada a menos que se le otorguen ciertas prerrogativas en la nueva empresa. Bajo tales circunstancias, parece aceptable para los acreedores consentir la participación de los inversionistas otorgándoles cierto margen de participación⁹⁶.

La segunda fuente de participación es el poder de negociación, esta fuente es más problemática. A menudo es la protección procesal la que concede la participación debido a que es el Código el que maneja el proceso de negociación. Por ejemplo, la dirección actual de la empresa se da el derecho exclusivo para

91 Ibid. § 1129(b)(2)(A)

92 Ibid. § 1129(a)(7)(A)(ii).

93 Ibid. § 1129(b)(2)(B)(ii), (c)(ii).

94 *Norwest Bank Worthington v. Ahlers*, 485 U.S. 197, 202 (1988) (señala que «una clase de acreedores disidentes y sin garantía debe pagarse por completo antes de que cualquier clase menor pueda recibir o retener recursos [bajo una reestructuración] del plan»). Los tratamientos clásicos de la regla de prioridad absoluta pueden verse en BLUM, Walter J. "Full Priority and Full Compensation in Corporate Reorganizations. A Reappraisal". *Chicago Law Review* No. 25. pp. 417, 417-428 (1958). BLUM, Walter J. "The 'New Directions' for Priority Rights in Bankruptcy Reorganizations". *Harvard Law Review* No. 67. pp. 1367, 1368 (1954); y BLUM, Walter J. "The Law and Language of Corporate Reorganization". *Chicago Law Review* No. 17. pp. 565, 581 (1950).

95 Ver *Unif. Fraudulent Transfer Act § 5(a)*, 7A U.L.A. 648 (1985) (prohíbe las transferencias de una empresa insolvente por menos de un valor razonablemente equivalente). Para las leyes estatales que prohíben el pago de dividendos mientras la empresa es insolvente, vea, *Cal. Corp. Code § 501* (West 1990); *Colo. Rev. Stat. Ann. § 7-5-110(1)* (1986); *Del. Code Ann. Tit. 8, § 170(A)* (1974); *Ga. Code Ann. § 7-1-460(A)* (Michie 1989); *N.Y. Bus. Corp. Law § 510(A)* (Mckinney 1986).

96 Para un análisis más detallado de este punto, ver BAIRD y JACKSON, "Bargaining After the Fall..." Op. cit. pp. 747-760. Una dificultad con el Código es que previene a los acreedores con garantía, cuando ellos poseen todos los recursos de la empresa, de alcanzar un trato con el gerente que excluye de alguna manera a los acreedores generales. Ibid. pp. 760-87. Ver *Northern Pac. Ry. v. Boyd*, 228 U.S. 482, 505 (1913) (sostiene que cualquier arreglo de las partes por los cuales se subordinen derechos e intereses de los accionistas irá en contra del gasto de los derechos anteriores de cualquiera [de los acreedores con o sin garantía] (*Louisville Trust Co. v. Louisville, N.A. & C. Ry.*, 174 U.S. 674, 684 (1899))).

proponer un plan de reestructuración por lo menos durante 120 días. Si la dirección puede convencer al juez concursal que extienda este plazo, los acreedores pueden consentir la demanda para que los inversionistas participen, ello solamente a efectos de asegurar un plan de reestructuración⁹⁷. Otra fuente de poder de los inversionistas es que ellos tienen el mando de la dirección de la empresa. Mientras los acreedores no pueden haber tenido ninguna relación anterior entre ellos, los inversionistas ya se conocen por haber dirigido la empresa. Así, una dirección cooperativa podría facilitar el proceso de reestructuración. Puede ser necesario “comprar” a los inversionistas para que esto ocurra⁹⁸. Es más, si los inversionistas pueden hacer creíble la solvencia de la empresa, esto puede forzar una costosa audiencia de valorización en el procedimiento. Los acreedores enfrentados con dicha amenaza pueden encontrar más expeditivo mantener a los inversionistas en el plan de reestructuración en lugar de litigar el problema de solvencia ante el juez concursal⁹⁹. Finalmente, parece ser el caso que los abogados especialistas en Derecho Concursal, quizás debido a su experiencia en el manejo de estos factores, simplemente esperen que los inversionistas sean incluidos en un plan de reestructuración¹⁰⁰.

Así, los inversionistas pueden participar en cualquier empresa reestructurada porque ellos cuentan con las habilidades que necesita la empresa, o porque se presenta la necesidad de tranquilizarlos y “mantenerlos contentos”. Uno puede señalar la razón que explica la participación de los inversionistas según el caso que se presente. Está claro, sin embargo, que los inversionistas participan a menudo incluso en reestructuraciones donde hay pequeñas probabilidades de que ellos contribuyan con habilidades específicas. Un reciente estudio de reestructuraciones en las grandes compañías

cotizadas en Bolsa, demostró que en veintiuno de los treinta casos estudiados, los inversionistas participaron y recibieron pagos parciales¹⁰¹. Un segundo estudio de compañías cotizadas en Bolsa que solicitaron regímenes de insolvencia bajo los términos del *Chapter 7* y del *Chapter 11*, revelaron que esa prioridad se violó en veintinueve de los treinta y siete casos estudiados¹⁰². Es difícil imaginar que en cada uno de estos casos la porción de los nuevos accionistas de la empresa se expresaba en la habilidad que éstos prometieron traer a la entidad reestructurada.

A pesar de la aparente claridad del Código en los límites de la regla de la prioridad absoluta, un problema mayor permanece sin resolver. En efecto, bajo la ley actual, resulta impredecible el hecho de que una Corte Concursal pueda confirmar un plan de reestructuración con la presencia de la objeción de un acreedor disidente cuando el plan señale que un interés de menor prioridad será arriesgado en la empresa a cambio de una nueva contribución por tal interés. Antes de la entrada en vigencia del Código, la *Bankruptcy Act* permitió la confirmación judicial sobre las objeciones de un solo acreedor en tanto y en cuanto el plan fuera «justo y equitativo.»¹⁰³ La Corte Suprema interpretó esta norma y confirmó planes que conceden derechos a un demandante de menor rango requiriendo a tales demandantes una contribución en «dinero o en valor» a la empresa reestructurada, y donde el valor de la contribución se empareja al valor o derecho que se va a recibir¹⁰⁴. El Código, sin embargo, define el vago requisito de «justo y equitativo» utilizando el criterio para cuando un plan pueda ser confirmado aún con la objeción del acreedor¹⁰⁵. Ésta es la llamada “*fresh contribution*” o nueva contribución¹⁰⁶. Esta doctrina no es mencionada en el Código como un método permisible de superar tal objeción. La Corte Suprema en *Norwest Bank*

⁹⁷ ADLER, Barry E. “Bankruptcy and...” Op. cit. p.451.

⁹⁸ Ibid. p. 449.

⁹⁹ Ibid. pp. 451-452.

¹⁰⁰ LOPUCKI, Lynn M. y William C. WHITFORD, “Bargaining over...” Op. cit. p.144 Esta expectativa puede ser el resultado de la necesidad percibida de los abogados de los acreedores que quieren mantener su relación con el deudor. Ibid. p. 156 («Nosotros concluimos que los abogados en los casos estudiados, hemos tenido un incentivo a no sólo tener relación con el bienestar de sus clientes sino también con sus demás relaciones).

¹⁰¹ Ibid. p. 142.

¹⁰² WEISS, Lawrence A. “Bankruptcy Resolution: Direct Costs and Violation of Priority Claims”, 27 J. FIN. ECON. pp. 285-286 (1990). Un tercer estudio que examinó 27 casos anteriores al régimen del *Chapter 11* mostró que 78% de los planes contuvieron las desviaciones de la regla de la prioridad absoluta y que en la mayoría de los casos, 18 de los 27 estudiados, los accionistas recibieron las distribuciones aunque la mayoría de los demandantes no fueron pagados en su integridad. FRANKS, Julian R. y Walter N. TOROUS. “An Empirical Investigation of U.S. Firms in Reorganization”, 44 J. FIN. ECON. 747, 754 (1989).

¹⁰³ *Bankruptcy Act* del 27 Agosto de 1935, ch. 774, § 77(e)(1), 49 Stat. 911, 918 (1935). Para un mayor detalle ver MARKELL, Bruce A. “Owners, Auctions, and Absolute Priority in Bankruptcy”. Stanford Law Review No. 44. pp. 69, 74-90 (1991).

¹⁰⁴ Case v. Los Angeles Lumber Prods. Co., 308 U.S. 106, 122 (1939).

¹⁰⁵ 11 U.S.C. § 1129(b) (1988).

¹⁰⁶ El término contribución fresca («*fresh contribution*») tiene su origen en los términos del Case, 308 U.S. at 121 («Donde esa necesidad existe y los accionistas antiguos hacen una contribución fresca y reciben una participación a cambio bastante equivalente a su contribución, ninguna objeción puede hacerse»).

*Worthington v. Ahlers*¹⁰⁷ anotó que si el Código permite la confirmación cuando las partes menos privilegiadas retienen un interés a cambio del «dinero o el valor del dinero», es una pregunta no respondida. Desde *Ahlers*, las Cortes menores se han rendido ante tal problema¹⁰⁸.

En las Cortes que reconocen la excepción de la “*fresh contribution*”, los inversionistas tienen otra dirección en su ruta de negociaciones con los acreedores de la empresa. Uno puede ser tentado para decir que este derecho es de poco valor porque se funda en que tiene que hacer una nueva contribución. Sin embargo, dicho argumento fallaría por dos razones independientes entre sí. La primera se sustenta en el esfuerzo por participar en la empresa. En una clase de acreedores disidentes, la regla de la “*fresh contribution*” permite la posibilidad del capitalista de argumentar que está aportando una nueva contribución que justifica la participación acorde con ella en el plan¹⁰⁹. Los méritos de este argumento tendrán que ser decididos por un juez concursal. Dada la carga que los inversionistas normalmente reciben en un plan de reestructuración en la nueva empresa¹¹⁰, es que el juez tendrá que valorar la empresa para valorar la porción propuesta de participación¹¹¹. El costo de tal valoración judicial puede inducir a los acreedores para votar por el plan en lugar de objetarlo.

Una segunda razón para rechazar una perspectiva favorable a la regla de la “*fresh contribution*” es que uno tiene que explicar por qué los acreedores de la empresa votaron en contra de dicha contribución. Si se propusiera tomar una porción de la empresa en

reestructuración equivalente a su contribución, no debe haber ninguna razón para que los acreedores la objeten. Si los acreedores cuyo dinero pretenden cobrar, piensan que la participación que se otorga es mayor a la contribución recibida, se debe explicar con una buena razón por qué es que un juez concursal está en mejor posición que ellos para decidir el valor de la contribución¹¹². Dicho de otro modo, la regla de la “*fresh contribution*”, aun cuando implique bajos costos para llevarse a cabo, les permite a los accionistas participar en la empresa reestructurada basándose en la evaluación que hace un tercero del valor de la empresa y de la contribución propuesta (el juez). Aun cuando los errores judiciales inevitables en la valoración sean involuntarios, los accionistas todavía se beneficiarían. En efecto, si el juez infravalora su contribución o supervalora su porción de la nueva empresa, los antiguos accionistas simplemente no participarían en ésta, así como ellos no participarían en ausencia de la excepción de la “*fresh contribution*”. Sin embargo, si el juez supervalora su contribución o infravalora su porción de la empresa reestructurada, la excepción de la “*fresh contribution*” a la regla de prioridad absoluta deviene en la participación del accionista que en otro contexto no ocurriría.

El contraste entre el *Chapter 7* y el *Chapter 11* es bastante marcado. El primero consiste en un procedimiento relativamente rápido diseñado para el cobro de los acreedores de la empresa con problemas. El último es un procedimiento más complejo en donde varios demandantes se esfuerzan por alcanzar un acuerdo consensual bajo la supervisión de las Cortes Concursales.

¹⁰⁷ 485 U.S. 197 (1988).

¹⁰⁸ Algunas Cortes han rechazado la excepción de la “*fresh contribution*”. Ver In re Drimmel, 108 B.R. 284, 288 (Bankr. D. Kan. 1989) («esta corte no cree en tal excepción») aff'd, 135 B.R. 410 (D. Kan. 1991); In re Winters, 99 B.R. 658, 663 (Bankr. W.D. Pa. 1989) sostiene que no existe ninguna excepción (la infusión de nuevo capital o por otra parte la regla de prioridad absoluta). Otras Cortes han abrazado la excepción In re U.S. Truck Co., 800 F.2d 581, 588 (6th Cir. 1986) (diciendo que dónde existe la necesidad de buscar el nuevo dinero de los accionistas antiguos, «y los accionistas antiguos hacen una contribución fresca, reciben una participación a cambio bastante equivalente a su contribución, ninguna objeción puede hacerse»); In re Greystone III Joint Venture, 102 B.R. 560, 574 (Bankr. W.D. Tex. 1989) (llamar a la excepción en la lógica de la noción que una reestructuración debe ser “justa y equitativa”), aff'd, 127 B.R. 138 (W.D. Tex. 1990), rev'd, 948 F.2d 134 (5th Cir. 1992), cert. denied, 1992 WL 171442 and 1992 WL 126985 (Oct. 5, 1992). Todavía otras Cortes han expresado las dudas sobre la viabilidad de la excepción Ver Kham & Nate's Shoes No. 2, Inc. v. First Bank, 908 F.2d 1351, 1361 (7th Cir. 1990); In re Stegall, 865 F.2d 140, 142 (7th Cir. 1989) (en ambos se cuestiona si la excepción de la “*fresh contribution*” sobrevivió a la promulgación del Código de 1978, y se le dio énfasis al resto del problema abierto en el Séptimo Circuito). La opinión Académica también se ha inmiscuido en este problema. AYER, John D. “Rethinking Absolute Priority After Ahlers”, Michigan Law Review No. 87. pp. 963, 1011-1012 (1989); (sostiene que Ahlers implícitamente introdujo la excepción de la “*fresh contribution*”, y que dicha excepción se sustentó sin base doctrinal suficiente); MARKELL, Op. cit. p. 102 (considera que «es apropiado despedir definitivamente el argumento que el Código abolió»); WHITE, James J. “Absolute Priority and New Value”, Cooley Law Review No. 8. p. 31 (1991) (rechaza la existencia de la excepción de la “*fresh contribution*”).

¹⁰⁹ Kham v. Nate's, 908 F.2d at 1360; In re Stegall, 865 F.2d at 142-43; In re U.S. Truck, 800 F.2d at 588.

¹¹⁰ Ver Potter Material Serv., Inc., 781 F.2d 99, 100 (7th Cir. 1986); In re Greystone III Joint Venture, 102 B.R. at 578; In re Marston Enters., Inc., 13 B.R. 514, 517 (Bankr. E.D.N.Y. 1981).

¹¹¹ ADLER, Barry E. “Bankruptcy and ...” Op. cit. p. 447 («Porque la reestructuración no involucra una subasta pública, una Corte Concursal no sabe el valor de la empresa en que debe distribuir los intereses... [La Corte debe vigilar y, de ser necesario, resolver una negociación entre demandantes que tienen opiniones diferentes sobre el valor de la empresa]»).

¹¹² Una posible razón puede ser que los acreedores piensan que ellos pueden recibir un pago mayor de los accionistas.

B. La explicación tradicional del *Chapter 11*

Apartándonos de nociones desubicadas para dar una buena salida a una empresa en problemas¹¹³, el *Chapter 11* y sus antecedentes históricos han estado tradicionalmente justificados en la idea de que a veces es mejor mantener unida una corporación que venderla gradualmente. En otras palabras, las empresas tomadas en su integridad valen más que la suma de sus partes. El Congreso, cuando aprobó el *Chapter 11*, visualizó la nueva ley como un método por el cual este sobrante podría conservarse. En efecto, el Congreso¹¹⁴ creyó que los procedimientos seguidos en el ámbito del *Chapter 7* producían poco a poco la sistemática desmembración de la empresa¹¹⁵, y así el *Chapter 11* era una alternativa necesaria para asegurar que esas empresas que debían mantenerse unidas, de hecho permanecieran intactas¹¹⁶.

Históricamente, esta distinción entre el *Chapter 7* y el *Chapter 11* ha sido en verdad una materia positiva. Casi todos los procedimientos del *Chapter 7* involucran la sistemática liquidación del deudor¹¹⁷. Esto no debe ser sorprendente. La dirección de una empresa, una vez que decide solicitar un estado de insolvencia, decide por sí misma a qué procedimiento acogerse. La dirección tiene un incentivo incorporado para solicitar su insolvencia bajo los términos del *Chapter 11*. El manejo de la empresa es tratada mucho mejor en el

Chapter 11 que en el *Chapter 7*. En efecto, la dirección permanece en su lugar, mientras recibe un sueldo por eso, y cualquier aumento en el valor de la empresa implica su propio beneficio¹¹⁸. Para que la dirección abandone estos potenciales beneficios voluntariamente solicitando la insolvencia en los términos del *Chapter 7*, debe creer que no hay ninguna oportunidad para que la empresa sobreviva. Así, mientras nada en el Código previene la venta de una empresa como una consecuencia obligada bajo lo dispuesto en el *Chapter 7*, la realidad de la situación es que sólo empresas que van a ser liquidadas al final, solicitan su inclusión en el régimen del *Chapter 7*. De hecho, incluso no todas las liquidaciones son consecuencia del procedimiento seguido bajo los términos del *Chapter 7*. En efecto, muchas solicitudes que ingresan al procedimiento regulado en el *Chapter 11* no logran la continuación de la empresa, sino solamente, su liquidación¹¹⁹.

La concepción tradicional del *Chapter 11* no ha aprobado el examen¹²⁰. El ataque a esta concepción no está en contra de que a veces el interés de los acreedores radica en mantener una empresa intacta aunque la cantidad de sus créditos exceda el valor de ésta. Más bien, el ataque se ha centrado en la asunción de que el *Chapter 11* sea el único medio necesario para lograr ese objetivo¹²¹. Las normas existentes en el *Chapter 11* regulan, en efecto, una posible venta de la

¹¹³ La falacia de implantar las nociones de esta buena salida de la insolvencia corporativa es expuesta en JACKSON. "Logic and Limits..." Op. cit. pp.190-192 (distingue la preocupación subyacente en la ley concursal de asegurar que los conflictos de distribución no resulten de «decisiones de despliegue de una política pensada rápidamente para las corporaciones»). También ver MECKLING. Op. cit. p. 13. («El mercado para el capital humano es distintamente diferente de los mercados para otros tipos de capital»).

¹¹⁴ Ver H.R. REP. No. 595, 95th Cong., 2d Sess. 222 (1978), reprinted in 1978 U.S.C.A.N. 5963, 6179 (se justifica la promulgación de *Chapter 11* diciendo que «se establece como premisa de una reorganización comercial el hecho de que los recursos que se usan para la producción en la industria para que ellos fueron diseñados son más valiosos que esos mismos recursos vendidos por partes»); cf. 124 CONG. REC. H32392 (daily ed. Sept. 28, 1978) (declaración del representante Edwards) («La enmienda también anima las reestructuraciones patrimoniales por un nuevo capítulo de reestructuración de anuncio aerodinámico... Protegerá al público invirtiendo, protegerá los trabajos, y ayudará a los negocios con problemas»); 123 CONG. REC. H35444 (daily ed. Oct. 27, 1977) (declaración del representante Rodino) («Para los negocios, la ley facilita la organización, mientras que protege las inversiones y los trabajos»).

¹¹⁵ BRADLEY y ROSENZWEIG. Op. cit. pp. 1043-1044 («el Congreso notó que las liquidaciones destruyen los valiosos recursos de la empresa e imponen costos sustanciales en el riesgo corporativo así como a los empleados, proveedores, clientes, y comunidades... »).

¹¹⁶ Ibid. p. 1043 («nota que el Congreso, en la *Bankruptcy Reform Act* de 1978, fue determinado para empujar a los gerentes de empresas con problemas hacia la reestructuración en lugar de la liquidación [porque] creyó que se valorarían los recursos más favorablemente si utilizaban en aras a la finalidad para que fueron diseñados, en lugar de desecharlos»).

¹¹⁷ SKEEL, David A. Jr. "The Nature and Effect of Corporate Voting in Chapter 11 Reorganization Cases", VA. L. REV. No. 78 pp. 461, 504 (1992).

¹¹⁸ ROSE-ACKERMAN. Op. cit. pp. 299-300 (señala que los gerentes que se quedan durante el período de reestructuración tienen una influencia considerable, son «deudores en posesión» y se cobran con la propuesta inicial del plan de reestructuración).

¹¹⁹ Ver pie de página 18.

¹²⁰ El ataque principal de esta noción se encuentra en BAIRD, Douglas G. "The Uneasy Case for ..." Op. cit. pp. 129-135 (señala que es probable que los dueños de una empresa prefieran la venta al pastor más alto a la reestructuración). También JACKSON. "Logic and Limits..." Op. cit. pp. 218-224 (se adhiere a la sugerencia de Baird para eliminar el *Chapter 11*). Los más recientes rechazos del *Chapter 11* incluyen a ADLER, Barry E. "A Political Theory..." Op. cit.; BOWERS, James W. "Whither What Hits ..." Op. cit.; BRADLEY, Michael y Michael ROSENZWEIG. "The Untenable Case ..." Op. cit.

¹²¹ BEBCHUK, Lucian A. "A New Approach to Corporate Reorganizations". Harvard Law Review No. 101. pp. 775, 777 (1988) (toma como dada la existencia de reorganizaciones corporativas, pero haciendo pensar en un nuevo «método de dividir el pastel» en donde los participantes reciben un porcentaje de la empresa reestructurada); ROE, Mark J. "Bankruptcy and Debt: A New Model for Corporate Reorganization". Columbia Law Review No. 83. pp. 527, 530 (1983) (sostiene que el *Chapter 11* es lento, costoso, y a menudo imprevisible y piensa en reemplazar el método actual de valoración de las empresas con un método de valoración que incluye la venta del 10% de la empresa en el mercado).

empresa a sus acreedores¹²². Antes del procedimiento de insolvencia, se debe a los acreedores cantidades específicas de dinero y los accionistas simplemente tienen derechos residuales después de estos acreedores. Una vez culminado el procedimiento, algunos de los antiguos acreedores terminen siendo dueños de la empresa, después de haber intercambiado sus deudas por participaciones. Se extinguen las pretensiones originales de las partes. Ellos negocian las demandas en la nueva empresa. Si los antiguos inversionistas participan en la nueva organización, normalmente es porque los acreedores han consentido tal participación.

Dicha venta a los acreedores existentes no es la única disposición que concibe la empresa. Uno podría imaginar un régimen bajo el cual la empresa se subastara y se vendiera al mejor postor. El ganador de la subasta decidiría entonces si se sigue con el funcionamiento comercial y si la dirección debe permanecer en el cargo. Otra posibilidad sería hacer que el valor del crédito no pagado tome el capital existente, y hacer a los acreedores de la clase más baja nuevos dueños de la empresa¹²³. O simplemente puede ser el caso que la reestructuración no valga la pena; las empresas pueden hacer un mejor negocio disponiendo de sus recursos que acudiendo a una Corte Concursal¹²⁴. Aceptar cualquiera de estos argumentos condenaría la justificación tradicional para la existencia del *Chapter 11*. En lugar de adherirse a cualquiera de estas propuestas, el presente artículo pretende demostrar que es posible que algunas empresas, dada la opción, no contratarían con un término de acceso ilimitado al *Chapter 11*. Con este fin, comparamos el *Chapter 11* con la alternativa de oferta más antigua, esto es, con un régimen de subasta. Escogemos esta alternativa porque es la que los defensores de *Chapter 11* solían plantear como respuesta.

Para justificar el mantenimiento del *Chapter 11* como un opuesto al régimen de subasta, uno debe explicar por qué los accionistas de la empresa les ofrecerían a sus potenciales acreedores un contrato que prevea una venta hipotética¹²⁵ en lugar de uno que contenga una venta real¹²⁶. El *Chapter 11* no puede justificarse en teoría; de hecho debe compararse con las alternativas disponibles. En un mundo donde se venden muchas empresas al público, grandes y pequeñas, es incierto que una venta a los acreedores existentes de la empresa sea necesaria para asegurar que la empresa permanezca intacta. Así, deben compararse los costos de la venta hipotética con sus beneficios.

Los costos en la venta hipotética pueden ser bastante altos. El primer costo es que los inversionistas cuentan con protección procesal que pueden usar para «comprar» un lugar en la empresa reestructurada. Por ejemplo, los inversionistas tienen el derecho exclusivo para proponer un plan de reestructuración durante los primeros 120 días después de efectuada la petición de insolvencia¹²⁷. Es más, este período de exclusividad puede ser, y a menudo es, extendido por las Cortes Concursales¹²⁸. Los inversionistas, además, tienen el derecho para exigir una valoración de la empresa¹²⁹. Por ello, dicho procedimiento puede ser una tarea costosa. Además, el precio que finalmente se fija no es un precio de mercado; más bien, es un precio impuesto por las Cortes Concursales¹³⁰. En este contexto, incrementados los costos del procedimiento, los inversionistas pueden transar estas protecciones para apostar en la empresa reestructurada, participando en ella aunque a los acreedores de la empresa no se les pague por completo. Así, el Código inclina el proceso de reestructuración hacia la venta de la empresa a los acreedores existentes basándose en una suposición de precios de mercado que efectúan las Cortes y en una compra de derechos procesales que rotundamente se opone a la idea de una venta de la empresa basada en el precio de mercado.

¹²² Jackson fue el primero en introducir la noción del *Chapter 11* como una venta hipotética. JACKSON. "Giving Substance to the Bonus Rule in Corporate Reorganizations: The Investment Value Doctrine Analogy". Yale Law Journal No. 84, pp. 932, 943-946 (1975).

¹²³ ADLER, Barry E. "A Political Theory ..." Op. cit. BRADLEY, Michael y Michael ROSENZWEIG. "The Untenable ..." Op. cit.

¹²⁴ Ver BOWERS, James W. "Whither What Hits..." Op. cit.

¹²⁵ BAIRD, Douglas G. "The Uneasy Case for..." Op. cit. señala que la diferencia entre la liquidación (*Chapter 7*) y la reestructuración (*Chapter 11*) es que la primera de ellas implica una venta real de los recursos del negocio mientras que la segunda una de carácter hipotético.

¹²⁶ Baird lanzó su argumento preguntándose por qué todos los inversionistas de la empresa aceptarían este término. Ver *Ibid.* p. 131 (la ley concursal previene una carrera costosa y destructiva por los recursos de la empresa ofreciendo un procedimiento colectivo y congelando los derechos de todos los inversionistas en una empresa, los valora, y entonces recién allí distribuye estos recursos según el esquema de prioridad de las partes). Como se ha mostrado en la Parte I, este desnaturaliza el efecto del término concursal.

¹²⁷ 11 U.S.C. § 1121(b) (1988). Ver nota 82.

¹²⁸ 11 U.S.C. § 1121(d) (1988). Ver notas 83 y 84.

¹²⁹ 11 U.S.C. § 1129(b) (2) (C) (1988). KLEE, Kenneth N. "All You Ever Wanted to Know About Cram Down Under the New Bankruptcy Code", 53 Am. Bankr. L.J. 133, pp. 148-49 (1979).

¹³⁰ Quienes tienen el control de la empresa tienen a menudo la posibilidad de solicitar la insolvencia en varias Cortes Concursales, y su última opción puede manejarse por la reputación de la Corte ante los «deudores». Ver LOPUCKI, Lynn M. y William C. WHITFORD, "Venue Choice and Forum Shopping in the Bankruptcy Reorganization of Large, Publicly Held Companies". Wisconsin Law Review. pp. 11, 30 («nosotros sospechamos que algunos casos de insolvencia fueron solicitados en Nueva York debido a la anticipación de las decisiones que se habrían alcanzado por la Corte Concursal en dicha ciudad por la situación de la compañía si el caso habría sido ventilado allí»).

Asimismo, el procedimiento del *Chapter 11* es costoso por otra razón: en muchos casos, la decisión de terminar con un negocio o mantenerlo resulta clara¹³¹; sin embargo, en otros casos puede ser incierta, ello si no se percibe que el negocio puede o no continuar. En un régimen de subasta, la decisión de si el negocio debe o no continuar depende de si los nuevos inversionistas desean pagar más por la empresa en su conjunto que por los recursos individualizados de ésta. En un procedimiento regulado por el *Chapter 11*, la decisión es hecha por los actuales inversionistas, algunos de los cuales obviamente están predispuestos a favor de la continuación. El acreedor que vende los suministros a la empresa así como los inversionistas quedan fuera si es que los recursos se vendieran para obtener dinero en efectivo, así, aún estando a favor de la continuación, la empresa debería cerrarse. En este orden de ideas, aquellos que serían pagados en otros casos pueden buscar prorrogar la solicitud de insolvencia¹³². Tales esfuerzos de retraso no solamente aseguran que si una contingencia ocurre en la empresa, ellos pueden aprovecharla, y también les permite amenazar con mantener la empresa en la Corte Concursal y en el entretanto, gastar los recursos que quedan. Para enfrentar dicha amenaza, los acreedores pueden encontrar ventajoso aceptar una reestructuración aun cuando una liquidación aumentaría al máximo el valor de los recursos.

Uno puede pensar que las redistribuciones a través de los procedimientos de reestructuración favorecen a los inversionistas. Sin embargo, como vimos en la parte I del presente artículo, éstos no son favorecidos.

Los acreedores son conscientes de los procedimientos que la ley concursal regula cuando deciden conceder el crédito. En la medida que la ley concursal prevea una redistribución de los acreedores a los accionistas, los acreedores sumarán este riesgo a su crédito¹³³. Lo menos que los acreedores esperan recibir en caso de que la empresa termine en un procedimiento de insolvencia, es cobrar el préstamo incrementado por la tasa de interés. Parecería que en estas condiciones la redistribución de la insolvencia es una especie de seguro¹³⁴: se permite a los inversionistas participar en la empresa reestructurada, asegurándoles de esta manera que no verán su inversión completamente perdida cuando la empresa llegue a un estado de insolvencia. Sin embargo, como todos los seguros, éste también tiene un precio: dar a los accionistas un derecho adicional en la insolvencia genera la elevada probabilidad de que todas las empresas tendrán que pagar más por el crédito¹³⁵.

Muchos de estos costos pueden reducirse por el régimen de subasta. En efecto, bajo dicho sistema, los accionistas no tendrían el poder para amenazar a los acreedores. La reducción correspondiente en la tasa de interés en la deuda puede convencer a los accionistas que su situación sería mejor bajo dicho sistema.

Para estar seguros, un régimen de subasta no es ninguna panacea. Fuera de la dificultad de los postores para valorar la empresa debido a la información con la que cuentan sobre el potencial futuro de ésta, ellos pueden querer la sola posesión de la dirección,

¹³¹ Por ejemplo, a pesar del hecho que Johns-Manville era una persona insolvente, pocos pensaron que la compañía debió liquidarse de un modo poco sistemático. Más bien, la discordancia principal era si Johns-Manville había o no solicitado su insolvencia de buena fe. Ver TYUKODY, Daniel J. Jr., "Comment, Good Faith Inquiries Under the Bankruptcy Code: Treating the Symptom, Not the Cause", *Chicago Law Review* No. 52. pp. 795, 817-819 (1985); "Note, The Manville Bankruptcy: Treating Mass Tort Claims in Chapter 11 Proceedings", *Harvard Law Review* No. 26. pp. 1121, 1122-1128 (1983); "Comment, Relief from Tort Liability Through Reorganization", *U. PA. L. REV.* No. 131 pp. 1227, 1238 (1983). Para una descripción y análisis de los eventos que llevaron a la insolvencia a Johns-Manville, ver DELANEY, Kevin J. "Strategic Bankruptcy" ch. 3 (1992).

¹³² BAIRD y JACKSON, "Corporate Reorganizations..." Op. cit. p.107.

¹³³ A veces los acreedores no pueden asumir el riesgo porque puede ser que sólo personas más arriesgadas que ellos encuentren un interés en pedir préstamos. Ver STIGLITZ, Joseph y Andrew WEISS, "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information", *AM. ECON. REV.* No. 71 pp. 393, 395-399 (1981) (discute el papel de las tasas de interés distinguiendo entre los riesgos buenos y malos). Es más, las tasas de interés más altas les dan un incentivo mayor a los prestatarios para comprometerse en la conducta arriesgada. *Ibidem*. En tal una situación, los acreedores pueden aumentar acreencia. *Ibidem*. Así, las asignaciones de la insolvencia a los inversionistas pueden disminuir el suministro de préstamos disponible en el primer caso.

¹³⁴ Esta analogía también es señalada por JACKSON, Thomas H. y Robert E. SCOTT. "On Nature of Bankruptcy..." Op. cit. p. 168. «El seguro de la reestructuración» difiere de la mayoría de seguros, sin embargo, en la cantidad que la parte asegurada recibe cuando la contingencia cubierta por el seguro ocurre. El estudio de LoPucki y Whitford de corporaciones indican que los pagos a accionistas fueron de 1% a 57.7% de la cantidad total pagado. LOPUCKI, Lynn M. y William C. WHITFORD, "Bargaining over Equity's..." Op. cit. p. 142. La mayoría de los pagos fue alrededor de 5%; sólo dos excedieron 10%. *Ibidem*. Otros estudios hacen pensar en un pago medio de aproximadamente 8%. Ver EBERHART, Allan C. "Security Pricing and Deviations from the Absolute Priority Rule in Bankruptcy". *J. FIN.* No. 45 pp. 1457, 1458 (1990); WEISS, Op. cit. p. 299. La mayoría de los contratos de seguros efectuados por los privados contemplan un pago mucho más alto.

¹³⁵ Este traslado llega a generar ineficiencia. Como Lucian Bebchuk ha demostrado, el aumento en los pagos de interés prima sobre el aumento en el incentivo de la dirección para emprender los proyectos más arriesgados. Ver BEBCHUK, Lucian A. "The Ex Ante Moral Hazard Effects of Chapter 11 and Debt Renegotiation" pp. 7-8 (1991) (artículo inédito en los archivos de Texas Law Review). Barry Adler hace un análisis similar. Ver ADLER, Barry E. "Bankruptcy..." Op. cit. p. 473 (señala que para un deudor substancialmente solvente la perspectiva de reasignación en la insolvencia aumenta el incentivo de participación y de dirección para invertir los recursos de dicho deudor en un proyecto arriesgado).

y tener los incentivos para mantener esta información en privado¹³⁶. Es más, si los gerentes actuales aumentan el valor de la empresa, los nuevos dueños deben alcanzar un acuerdo con ellos¹³⁷. Tales negociaciones pueden resultar costosas. Finalmente, la existencia de un régimen de subasta puede llevar a los gerentes a invertir en proyectos que requieren de su participación futura, aun cuando tales inversiones no son aprovechables¹³⁸. Así, en un sistema de subasta se presentan costos reales¹³⁹.

No obstante, los costos generados por el régimen del *Chapter 11* son bastante altos. Por ejemplo, los costos incurridos en el esfuerzo de la frustrada reestructuración de *Eastern Airlines* fueron de centenares de millones de dólares¹⁴⁰. El resultado de proponer la subasta es que uno simplemente no puede asumir que el *Chapter 11* es necesario para asegurar que las empresas que deben permanecer como tales, lo hagan. La asunción del Congreso que fue la base de la promulgación del *Chapter 11* ya no puede aceptarse sin cuestionamiento.

C. Las justificaciones alternativas de la Reestructuración Empresarial

Las respuestas a la posición que señala que los costos del *Chapter 11* exceden a sus beneficios han sido diversas. Algunos ofrecen argumentos que intentan justificar el *Chapter 11* en su integridad, otros han intentado sólo justificar la disponibilidad del *Chapter 11* para un subconjunto de empresas, y todavía hay otro grupo que pretende eliminar dicha norma en su integridad¹⁴¹. En este contexto, el apartado que a continuación iniciamos analiza estas situaciones que la literatura actual ha examinado, y crítica estas posiciones basándose en la visión de que la ley concursal es un término contractual que los inversionistas de la empresa pueden ofrecer a sus potenciales acreedores.

1. Argumentos que justifican al *Chapter 11* como una norma de aplicación para todas las empresas

Muchos estudiosos señalan que el contenido del *Chapter 11* debe aplicarse a todas las empresas. Para evaluar estos argumentos, es útil considerar la reestructuración de una empresa con accionariado difundido (que cotiza en bolsa). El argumento para una venta real de la empresa es más convincente cuando la empresa tiene accionariado difundido. Este argumento es difícil de refutar. Ya existe un mercado para el valor de la empresa. Es más, es difícil imaginar que para la mayoría de los demandantes existentes sea necesario el esfuerzo de la reestructuración. Aun cuando un grupo, como los gerentes, haya proporcionado un valor para la empresa que no podría reemplazarse en el mercado, hay pocas razones para sugerir que un tercero comprador no pudiera negociar con la gerencia para asegurar su apoyo¹⁴². Asimismo, hay pocas razones para pensar que los inversionistas de una empresa contratarían para tener el derecho de una venta hipotética si la empresa llegase a un estado de insolvencia. Así, defender el *Chapter 11* es más difícil en los casos que la empresa tiene accionariado difundido.

No obstante, un sector de la doctrina señala que la regla obligatoria actual de acceso ilimitado al procedimiento del *Chapter 11* debe mantenerse. Una línea contraria ha notado la premisa de que los legisladores deben comparar los costos de la ley actual con los costos de un régimen de subasta. Estos argumentos se han manifestado de distintas formas. Uno de los sustentos del argumento señala que dado que usualmente se permite la participación de los accionistas en una reestructuración, el contrato entre las partes debe tener en cuenta esta posibilidad¹⁴³. Así, el no permitir a las empresas ingresar a un procedimiento bajo el régimen del *Chapter 11* generaría una redistribución de los accionistas a los acreedores. El punto es una

¹³⁶ GERTNER, Robert y Randal C. PICKER. Op. cit. p. 11. A veces, las empresas en crisis pueden crear la impresión de que sus perspectivas son pobres. Ver GERTNER, Robert. "Capital Structure Signalling in Distressed Debt Restructurings 22". (1991) (Artículo inédito en los archivos de Texas Law Review).

¹³⁷ GERTNER, Robert y Randal C. PICKER. Op. cit. p. 21 (explican que, incluso durante las negociaciones de la subasta, los nuevos dueños y los accionistas discutirán sobre la revelación de información privada o confidencial).

¹³⁸ BEBCHUK, Lucian y Randal C. PICKER, "Bankruptcy Rules, Entrenchment, and Human Capital 9" (1992) (artículo inédito en los archivos de Texas Law Review).

¹³⁹ De hecho, Baird, aunque adherido al régimen de subasta, es más cauto que antes en sus argumentos. BAIRD, Douglas G. "Revisiting Auctions in Chapter 11" (artículo inédito en los archivos de Texas Law Review).

¹⁴⁰ LUBOVE, Seth. "A Bankrupt's Best Friend". FORBES, 1991, p. 99.

¹⁴¹ Ver notas 1 y 3.

¹⁴² BAIRD, Douglas G. "The Uneasy Case for..." Op. cit. p. 140-142.

¹⁴³ LOPUCKI, Lynn M. y William C. WHITFORD, "Bargaining over..." Op. cit. p.180.

verdad indiscutible, desde una perspectiva *ex post*. En la medida que la ley actual es ineficiente, los acreedores han tomado en cuenta los costos que ésta genera y en sus contratos han pactado las tasas de interés más altas. El hecho de que el contrato se basó en la ley existente no puede justificar a dicha ley como su base normativa. Por otro lado, toda la ley actual –de insolvencia y otras materias– se justificaría sin tener en cuenta su contenido toda vez que las partes lo habrían considerado al estructurar sus transacciones. La introducción del análisis ofrecido en la primera parte del presente artículo señala que las partes basarán sus contratos en la ley actual, y que las preguntas pertinentes son primero si la ley debe proporcionar reglas obligatorias o dispositivas y; segundo, cuál debería ser el contenido de esas reglas. La observación basada en la respuesta a la pregunta de cómo las partes reaccionarían, no representa ayuda alguna, por la manera de contestar estas preguntas.

Sin embargo, es verdad que al cambiar la actual ley se puede perturbar la expectativa de las partes que han contratado bajo los términos de la ley anterior. Algunos accionistas se pueden ver forzados por la ley actual a pagar tasas de interés más altas de las que hubieran debido pagar en otro contexto, pero esto no implica que se les debe obligar a que abandonen lo que ellos pagaron por estas tasas de interés más altas –es decir, la posibilidad de su participación en la reestructuración de la empresa. El esquema del menú propuesto en este artículo reconoce que algunas empresas ya han estado operando bajo una regla obligatoria. El cambio a un régimen de normas supletorias debe llevarse a cabo sin obligar a los accionistas existentes a entregar o ceder lo que han “comprado”¹⁴⁴. No obstante, el cambio debe hacerse. Protegiendo las expectativas de los inversionistas actuales no hay ninguna justificación para negar a los inversionistas futuros la posibilidad de ofrecer a los prestamistas contratos que contengan un régimen concursal determinado que aumente al máximo el retorno de pago esperado por los accionistas.

Un segundo argumento que justifica la presencia del *Chapter 11* es el rechazo a la pregunta de qué régimen serviría mejor a los intereses de las partes. En esta línea, se ha señalado que el análisis económico no “puede identificar cuál es la regla del gobierno más eficiente con respecto a las distribuciones efectuadas en un régimen concursal”¹⁴⁵. El apoyo ofrecido para esta afirmación se sustenta en la opinión de un connotado estudioso del régimen concursal, Thomas Jackson, quien tiene un punto de vista acerca del efecto del curso del tiempo partiendo de la regla de prioridad absoluta¹⁴⁶. Jackson consideró la excepción de la “*fresh contribution*” como insostenible para la regla de la prioridad absoluta¹⁴⁷, aunque el mismo Jackson ahora sugiere que ésta puede ser eficiente en la aplicación de dicha teoría¹⁴⁸. Así, el argumento se mantiene, el análisis económico es indeterminado, y no puede usarse como una base para dejar de lado del sistema a la ley actual. Encontramos dos fallas en este argumento. La primera de ellas es que el ejemplo no sustenta su propia conclusión. En su primer trabajo, Jackson asumió que los acreedores de una empresa no estarían de acuerdo en compartir los riesgos de los negocios comunes con el deudor¹⁴⁹; su más reciente esfuerzo, sin embargo, fue un poco más relajado¹⁵⁰. Tal progresión de modelos con muchas asunciones restrictivas a los modelos más complejos es común. No es evidente que el modo de análisis de alguna manera falla, o que no es posible determinar si una regla puede ser más eficiente que otra. Si se quiere contradecir una conclusión alcanzada a través de la ayuda de la economía, se debe ofrecer alguna razón justificada para creer que dicha conclusión está equivocada en lugar de desacreditarla simplemente por su evolución.

El segundo problema con el rechazo al análisis económico es que incurre en el error de asumir que la ley concursal es una norma de carácter obligatorio. Puede ser el caso que no exista una regla que todos los accionistas encuentren óptima para cada situación; específicamente, nosotros no podemos concluir sobre una base *a priori* si los accionistas decidirían pagar

¹⁴⁴ Esta preocupación es tratada en el subapartado III(B) del presente artículo.

¹⁴⁵ *Ibid.* p. 183.

¹⁴⁶ *Ibid.* p. 182.

¹⁴⁷ BAIRD, Douglas y Thomas H. JACKSON. “Bargaining After the Fall...” *Op. cit.* p. 754-758 (señala que la regla de la “*fresh contribution*” es incoherente con el acuerdo inicial de las partes y que éstas deberían renegociar un nuevo acuerdo).

¹⁴⁸ JACKSON, Thomas H. y Robert E. SCOTT. *Op. cit.* pp. 197-197. Al fin y al cabo, no se adhieren a la regla de la “*fresh contribution*” en la práctica debido a la dificultad de llevar a cabo esta regla. Ver *Ibid.* pp. 200-202.

¹⁴⁹ JACKSON, Thomas H. “Logic And Limits...” *Op. cit.* pp. 11-17. Ver también JACKSON, Thomas H. “Creditors’ Bargain...” *Op. cit.* 864-868 (sostiene que los acuerdos del acreedor capaz de conservar el valor del deudor como un interés, en lo posible, no serían muy probables en muchos casos).

¹⁵⁰ JACKSON, Thomas H. y Robert E. SCOTT. *Op. cit.* p. 164 (señala que cuando las acciones preventivas son beneficiosas y reducen el costo, todas las partes ganarán de un convenio de estrategia del riesgo que asignaría el riesgo entero de contingencias al grupo que puede influir mejor en la cantidad de dicho riesgo).

una tasa de interés más alta a cambio de la posibilidad de recibir una parte de la empresa al momento de la reestructuración. Asimismo, puede ser que exista alguna razón por la cual algunos accionistas prefieran el régimen concursal actual. Así, el análisis económico no podría decirnos cual es la regla óptima para cada empresa. Ésta no es una acusación al análisis económico. Más bien, esta heterogeneidad de preferencias es la justificación normal para que se incluyan reglas de carácter supletorio, reglas predeterminadas. Si de hecho el término concursal óptimo es diferente para cada tipo de empresa, ello se manifiesta en una crítica a la actual ley.

Un tercer argumento ofrecido para justificar la ley existente es la creencia de que el mercado valora incorrectamente la reestructuración de las empresas. Por ejemplo, LoPucki y Whitford afirman que “la valoración de cualquier empresa en reestructuración sólo es un aproximado”¹⁵¹. Es poco claro qué significa esta afirmación. Estos autores pueden señalar que el precio que el mercado asigna a una compañía es equivocado. Tal afirmación no tiene sentido. Es difícil saber cuál es el valor de una compañía apartándose de lo que alguien está dispuesto a pagar por ella. Alternativamente, dichos autores pueden decir que a veces las empresas que tienen un bajo valor en el mercado, pueden llegar a tener un valor más alto en el procedimiento de reestructuración. De hecho, el valor de la empresa a menudo sube. Pero de la misma manera, a menudo estos precios también bajan. El precio de una empresa activa en el mercado es sólo una hipótesis sobre el valor del futuro de la empresa. En la medida que los errores del mercado no son corregidos sistemáticamente de cualquier manera, los inversionistas deben ser indiferentes a tales variaciones.

Tal vez LoPucki y Whitford están afirmando que el mercado se equivoca sistemáticamente en contra de

las empresas en crisis financiera¹⁵². Uno podría preguntarse si eso es así. No sólo no se ofrece ningún estudio o explicación para sustentar esta posición, sino que es difícil imaginar que el fijar un precio demasiado bajo es una constante del mercado. Una vez publicada la subvaluación que el mercado efectúa de las empresas en crisis, uno pensaría que los inversionistas listos ofrecerían las participaciones de su empresa en niveles competitivos. Es más, incluso asumiendo que el mercado subvalúa las compañías en crisis, este hecho por sí mismo no puede justificar un rechazo a las valoraciones del mercado. La pregunta no es si el mercado es perfecto; la pregunta es si el mercado es mejor que el juez concursal para valorar las empresas. En este orden de ideas, no hay ninguna razón para creer que el juez es mejor que el mercado¹⁵³.

Al defender el *Chapter 11* argumentando una incorrecta valoración de la empresa por el mercado, uno podría afirmar que el *Chapter 11* es semejante al *appraisal remedy*^{VI} regulado en el Derecho Corporativo. El Derecho Corporativo, en ocasiones, permite a los accionistas oponerse y rechazar el precio ofrecido —el cual es en esencia el precio del mercado— e insiste en cambio en un precio «justo» judicialmente determinado¹⁵⁴. Encontramos dos problemas con esta analogía. Primero, muchos Estados no permiten la determinación del precio cuando la empresa es una de accionariado difundido¹⁵⁵, probablemente porque acogen la teoría de que el mercado es mejor que un juez para determinar el valor de la empresa. Así, esta analogía con el *Chapter 11* no es de ninguna manera persuasiva. Segundo, y de mayor consideración, es destacar que si el *appraisal remedy* sirve como justificación del *Chapter 11*, debe ser válido a primera vista, empero, muchos comentaristas han atacado este remedio como método de valoración¹⁵⁶. Sin embargo, se ha defendido que el remedio de la determinación del valor puede justificarse por una

¹⁵¹ LOPUCKI, Lynn M. y William C. WHITFORD, “Bargaining over...” Op. cit. p. 189.

¹⁵² Tal afirmación ignora el hecho que la empresa al venderse superaría la crisis. El punto de la venta en el *Chapter 7* es justamente vender una empresa libre de deudas. Así, lo que se debiera decir es que el mercado no puede valorar una empresa libre de deudas.

¹⁵³ LoPucki y Whitford también notan que a menudo no hay un mercado inmediato para las participaciones de una compañía de accionariado difundido antes de la insolvencia. Ibid. p. 189. Esto no debe ser sorprendente: si de hecho la empresa es insolvente, la acción puede ser un bien sin valor. Sin embargo, cuando la empresa se ofrece en el mercado sin sus obligaciones actuales, no hay ninguna razón para esperar que las acciones no se comercialicen.

^{VI} Nota del Traductor: El *appraisal remedy* es una institución del derecho corporativo norteamericano que señala que en caso un accionista discrepe con un acuerdo extraordinario determinado, puede obligar a la sociedad a que le compre sus acciones por el valor al momento que se tome el acuerdo.

¹⁵⁴ Revised Model Business Corp. Act § § 13.28, 13.30 (1984).

¹⁵⁵ SELIGMAN, Joel. “Reappraising the Appraisal Remedy”. Washington Law Review No. 52. pp. 829, 844 (1984) («implícitamente, saber confiar en el valor del mercado exclusivamente para determinar el valor justo se ha reconocido por los Estados que actualmente excluyen de la determinación del valor a los disidentes... »).

¹⁵⁶ CLARK, Robert. “Corporate Law” pp. 447-448 (1986). COHEN, David. “Comment, Valuation in the Context of Share Appraisal”. Emory Law Journal No. 34. pp. 145-46 (1985) (ataca el remedio de la determinación del valor como un método de valoración porque la verdadera meta de las técnicas de valoración modernas es determinar el valor del mercado del recurso).

curva de demanda descendente¹⁵⁷. En tal situación, el precio de mercado no refleja el valor que todos los inversionistas fijan a la acción; sino sólo indica el valor de la acción para un inversionista marginal. Tal situación significa que el precio de mercado no refleja el valor que todos los inversionistas ponen en su acción, lo que genera un problema: no se sabe nunca cuál es el valor de la empresa¹⁵⁸. Con estos problemas, la existencia del *appraisal remedy* en la ley corporativa no justifica de ninguna manera el *Chapter 11*.

Otro argumento que se ha levantado a favor de la ley actual admite que la comparación debe hacerse entre una venta hipotética y una venta real, pero en cambio objeta la doctrina mayoritariamente aceptada. Así, estos argumentos sugieren que puede darse el caso de que una venta hipotética resulte más barata que una real¹⁵⁹. Este argumento contiene dos aspectos. El primer componente es la confianza en la investigación empírica que sugiere que los costos de la insolvencia pueden ser menores que los costos de subastar los recursos fuera de la empresa¹⁶⁰. El apoyo de éste es el argumento adicional de que si los acreedores no prefirieran una venta hipotética, éstos deberían estar dispuestos a acogerse a la legislación y eliminar esta posibilidad¹⁶¹. Así, la existencia del *Chapter 11*, es invocada como un argumento de conveniencia normativa.

Ambas partes del argumento fallan. La confianza en sus estudios hace que este argumento no pueda aprobar el examen. Estos estudios subestiman los verdaderos costos del *Chapter 11*. Asimismo, ellos no hacen ningún esfuerzo por considerar como un costo de la insolvencia a las oportunidades comerciales que la empresa debe abandonar porque la atención de sus gerentes se enfoca en el procedimiento concursal y a la pérdida de clientes en la que la empresa incurre debido a la incertidumbre de su futuro¹⁶². También, el argumento compara los costos del procedimiento del *Chapter 11* de una empresa de accionariado difundido en lo que se refiere a su valor

con el porcentaje del valor que un banco inversionista exige para tomar a una empresa de este tipo¹⁶³. Este argumento compara manzanas y naranjas. El porcentaje usado para el costo de la insolvencia involucra a las empresas grandes cuando por el contrario, el porcentaje usado para el costo de una subasta involucra a empresas más pequeñas¹⁶⁴. Simplemente porque un banco inversionista cobra veinte por ciento de un acuerdo para tomar una empresa pública pequeña, ello no implica que también debe cobrar veinte por ciento para vender Johns-Manville. Recíprocamente, uno pensaría que si costara diez por ciento de los recursos de Johns-Manville pasar por un procedimiento del *Chapter 11*, ello no significa que a todas las empresas también les costaría diez por ciento. Así, la comparación debe ser entre cuánto costaría vender una empresa con cuánto costaría ingresar la misma empresa al procedimiento del *Chapter 11*. Sin embargo, esto no arroja una solución bien definida toda vez que los datos disponibles no permiten hacer esta comparación. La evidencia empírica no resuelve la pregunta de si dirigir una reestructuración bajo los procedimientos del *Chapter 11* es más barato que vender la empresa en el mercado.

El segundo aspecto del argumento es también problemático. La afirmación de que pasar la legislación es más fácil, es cuestionable. La ineficiencia de un régimen concursal señalado en el contrato es trasladada a los accionistas. Sin embargo, éstos sólo tienen un incentivo para buscar un cambio en la regla legal antes de invertir en una empresa. Una vez que la empresa ha pagado las consecuencias de la ineficiencia de la ley a través de una tasa de interés más alta, los inversionistas no tienen incentivos para cambiar la ley. Dicho cambio simplemente los privaría de los beneficios que recibieron a cambio de la tasa de interés más alta. Así, cualquier presión para el cambio tendría que venir de los inversionistas potenciales. Sin embargo, no es muy probable que este grupo difuso y amorfo pueda actuar en *lobby* para cambiar la nueva legislación¹⁶⁵. De hecho, se piensa a menudo que el proceso del legislativo

¹⁵⁷ STOUT, Lynn A. "Are Takeover Premiums Really Premiums? Market Price, Fair Value, and Corporate Law", Yale Law Journal No. 99. pp. 1235, 1286-1295 (1990) (cita la curva de la demanda descendente-inclinada como una justificación para la valoración de la determinación del valor y, al mismo tiempo, discute los problemas para llegar a una valoración apropiada).

¹⁵⁸ Ibid. pp. 1289.

¹⁵⁹ EASTERBROOK, Frank H. Op. cit. p. 413.

¹⁶⁰ Ibid. p. 415.

¹⁶¹ Ibid. p. 413 (anota que el Código Concursal es lo que los acreedores desean que sea, y que no hay ninguna gran demanda para más subastas).

¹⁶² WEISS. Op. cit. p. 289. Para un estudio de los costos indirectos de la insolvencia ver WRUCK, Karen H. "Financial Distress, Reorganization, and Organizational Efficiency". J. FIN. ECON. No. 27. pp. 419, 437-438 (1990).

¹⁶³ EASTERBROOK, Frank H. Op. cit. p. 415.

¹⁶⁴ Ibidem.

¹⁶⁵ El problema de organización de los grupos difusos para influir en los legisladores es bien conocido. Ver SCHLOZMAN, Kay L. y John T. TIERNEY. "Organized Interests And American Democracy" pp. 82-85 (1986) (discute el hecho que los intereses focalizados se agrupan con los beneficios estrechamente concentrados y los costos son probablemente dados por la representación que los intereses de los grupos difusos distribuyen en sus costos y beneficios). BECKER, Gary. "A Theory of Competition Among Pressure Groups for Political Influence". Q.J. ECON. No. 98. pp. 371, 391 (1983) (menciona que los problemas especiales de grupos heterogéneos organizados para influir en los legisladores incluyen un costo incrementado debido a la dificultad de controlar el *free riding*, esto es, que la tendencia de un miembro del grupo a esquivar sus deberes e imponer el costo de presión produce en los otros miembros de grupo). En el contexto de las agencias administrativas, este mismo problema lleva a la "captura" de la agencia. Ver STEWART, Richard V. "The Reformation of American Administrative Law", Harvard Law Review No. 88. pp. 1669, 1684-1687 (1975).

en la ley societaria promueve los intereses de los gerentes que pertenecen a un grupo bien definido y concentrado¹⁶⁶. Tal como se ha discutido anteriormente, los gerentes se benefician de la disponibilidad universal actual del *Chapter 11*¹⁶⁷. Así, no debe tomarse la sola presencia del *Chapter 11* como un signo de eficiencia.

Hay un aspecto más importante que debe tomarse en cuenta acerca de todos estos argumentos a favor de la permanencia del *Chapter 11*. Ninguno de los mencionados argumentos ofrece una razón justificada que señale que la ley concursal deba ser una de carácter obligatorio en lugar de una de carácter dispositivo. En la medida que se puedan aceptar cualquiera de los argumentos ofrecidos, a lo sumo se aceptaría que la versión actual del *Chapter 11* deba ser una opción del menú. Tal vez los jueces puedan ser más exactos que el mercado al momento de valorar una empresa; tal vez las ventas hipotéticas sean más baratas que las ventas reales. En este contexto, los inversionistas estarían deseosos de seleccionar la opción de solicitar su insolvencia bajo los términos del *Chapter 11* en el menú concursal. En ese sentido, la decisión dependería de aquellos a quienes la opción afecta en lugar de los académicos o de los legisladores.

Sin embargo, hay un argumento que podría tomarse como una justificación para tratar la insolvencia como una cláusula obligatoria. Este argumento radica en que se presenta un valor público en las reestructuraciones. Lo difícil del argumento es que el *Chapter 11* es un foro en el que varios participantes de la empresa pueden expresar los valores que éstos le asignen. Los procedimientos concursales, desde este punto de vista son una especie de "terapia de grupo"¹⁶⁸. Colocando este argumento en el contexto de la opción de una regla obligatoria/dispositiva, uno podría afirmar que la ley concursal debe ser una regla de carácter obligatorio toda vez que permite a una empresa seleccionar una opción no permitida por la «terapia» e impone un costo a personas que no efectúan ningún negocio con la empresa.

Con respecto a este argumento, encontramos por lo menos, tres problemas¹⁶⁹. El primero es la premisa de que la insolvencia permite a las partes afectadas expresarse. Tenemos que encontrar a un acreedor o un obrero que piensen que es una mejor persona porque su empresa ingresó al régimen del *Chapter 11*. De hecho, en la medida que el procedimiento del *Chapter 11* toma un tiempo largo para culminar¹⁷⁰, probablemente aumenta la ansiedad de los involucrados. Los obreros no saben si perderán sus trabajos; los acreedores no saben si cobrarán sus acreencias. Normalmente se toma la incertidumbre como un costo y no como un beneficio.

El segundo problema con la aproximación del valor público es que aun cuando uno toma el argumento, si de hecho la terapia vale más de lo que cuesta, la empresa seleccionaría esa opción en primera instancia. Si la expresión del valor en una reestructuración fuera importante, los obreros y los acreedores preferirían tratar con las empresas que, en una situación de insolvencia, les permitan expresarse. En la medida que esta expresión fuera valiosa, las partes pagarían por ella. Por ejemplo, conozco personas que están dispuestas a pagar primas de seguros más altas para seguros de salud que cubran el costo de la terapia. De igual manera, los inversionistas de una empresa, teniendo que competir con los obreros y con los acreedores, seleccionarían la opción del *Chapter 11* si es que estas partes están de hecho deseosas de reducir sus demandas de pago a cambio de la posibilidad de expresarse cuando la empresa se encuentre en crisis.

El último problema con el argumento de los valores públicos es el fundamental. El centro del análisis de la "terapia de grupo" es la afirmación de que una empresa "tiene la personalidad de un deudor individual, un actor moral, político, y social"¹⁷¹. Atribuyendo tales características a una empresa, resulta fácil dar importancia a los valores asociados más frecuentemente con las personas individuales en el proceso de reestructuración empresarial. La injustificada afirmación de que las empresas son como los individuos es difícil de aceptar. La mayoría, si no toda, de la

¹⁶⁶ GRUNDFEST, Joseph A. "Subordination of American Capital". J. FIN. ECON. No.27. pp. 89, 90-92 (1990). (notando esas recientes tendencias en la ley corporativa, incluso en los estatutos del *antitakeover*, que tienden a favorecer a los gerentes encima de otros grupos).

¹⁶⁷ Ver textos de las notas de pie de página 77, 78 y 79.

¹⁶⁸ KOROBKIN, Donald R. Op. cit. p. 722

¹⁶⁹ Para otras críticas de la noción de "terapias de grupo" de Korobkin acerca de la ley concursal, ver BOWERS. Op. cit. pp. 72-76.

¹⁷⁰ En un estudio de 37 casos de insolvencia, el promedio de duración de los procedimientos fue dos años y medio, con un rango de error +/- de 8 meses y una desviación normal de un año y cuatro meses. WEISS, Lawrence A. "The Bankruptcy Code and Violations of Absolute Priority", 4 Continental Bank J. Applied Corp. Fin. 1991, pp. 71, 72.

¹⁷¹ KOROBKIN, Donald R. Op. cit. p. 745.

literatura corporativa rechaza la analogía que equipara a una empresa con un ser humano real¹⁷². Más bien, las empresas son vistas como un conjunto de contratos entre varios inversionistas¹⁷³. Ni siquiera los estudiosos que rechazan la concepción contractual de la empresa señalan que las empresas también son personas. Dar importancia a preocupaciones asociadas con darle una nueva oportunidad a los deudores individuales en el contexto de la reestructuración empresarial requiere más de un *ipse dixit*¹⁷⁴.

Así, se presentan muchas discordancias sobre la conveniencia del *Chapter 11* aplicado a las empresas de accionariado abierto. De ello, surgen dos puntos cruciales: primero, ninguno de los argumentos que se han ofrecido para mantener la ley existente se sustenta en alguna base que lo lleve a concluir que la ley concursal deba ser un término obligatorio del contrato entre la empresa y sus acreedores. A lo sumo, estos argumentos ofrecen razones que sugieren que la ley actual debe ser una opción que se incluya en el menú. Segundo, ninguno de los argumentos genera dudas sobre darle la posibilidad a los accionistas de la empresa para seleccionar el régimen concursal más adecuado entre los ofrecidos.

2. LOS ARGUMENTOS QUE JUSTIFICAN AL CHAPTER 11 COMO UNA NORMA DE APLICACIÓN PARA ALGUNAS EMPRESAS

Los argumentos que defienden esta teoría parecen débiles. Por lo menos, pareciera que los inversionistas de algunas empresas de accionario difundido habrían, dándoles la oportunidad, ofrecido contratos de deuda bajo la condición de una subasta de la empresa

en insolvencia en lugar de ofrecer las complicadas provisiones que otorga la ley actual. Alguna doctrina concursal ha sostenido que el *Chapter 11*, o algo como él, podría ser con toda seguridad óptima para cierto tipo de empresas. Así, podrían rechazar el procedimiento del *Chapter 11* como un procedimiento de reestructuración general, también podrían aceptar su disponibilidad de manera limitada.

Sin embargo, dicha disponibilidad no se extiende a todas las empresas que no tienen accionariado difundido. En algunas empresas de accionariado cerrado, los inversionistas pueden compartir muchos de los mismos atributos que tendrían como accionistas en las grandes empresas de accionariado difundido. Dichas personas pueden ser neutrales al riesgo y no tener ningún bien específico en la empresa¹⁷⁵. Comparando los costos del procedimiento del *Chapter 11* con un régimen de subasta, la principal diferencia con el caso de las empresas de accionariado difundido es la falta de un mercado establecido para las participaciones en la empresa. Esta diferencia tiene un impacto directo en la pregunta de si los inversionistas, *ex ante*, ofrecerían un contrato de préstamo previendo una subasta o una venta hipotética. La falta de un mercado incrementa el precio de la subasta. Los mercados crean incentivos para que las empresas y los inversionistas revelen información¹⁷⁶. Tomando una empresa de accionariado cerrado, ésta requiere una buena cantidad de diseminación de información; sin un mercado existente, la información necesaria con respecto a las perspectivas de la empresa no será conocida.

Hay otro costo de subastar las empresas de accionariado cerrado. Puede ser el caso que la direc-

¹⁷² JACKSON, "Logic And Limits..." Op. cit. p. 745 (trata sobre la necesidad de una corporación u otra entidad comercial de usar la insolvencia para tener una buena salida, esto trae varios problemas, ninguno de los cuales propone dar una segunda oportunidad financiera a un individuo honrado pero desafortunado).

¹⁷³ Clásico en este tema es COASE, Ronald H. "The Nature of the Firm". *Economica* No. 4. p. 386 (1937). Un trabajo más reciente: ALCHIAN, Armen A. y Harold DEMSETZ, "Production, Information Costs, and Economic Organizations". *AM. ECON. REV.* No. 62. p. 777 (1972); FAMA, Eugene y Michael C. JENSEN. "Separation of Ownership and Control". *Journal Law & Economics* No. 26. p. 301 (1983); JENSEN, Michael C. y William H. MECKLING. "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure". *J. FIN. ECON.* No. 3. p. 305 (1976); KLEIN, William. "The Modern Business Organization: Bargaining Under Constraints". *Yale Law Journal* No. 91. p. 1521 (1982); WILLIAMSON, Oliver. "Corporate Governance". *Yale Law Journal* No. 95. p. 1197 (1984). Para un mejor desarrollo de esta teoría ver: BUTLER, Henry. "The Contractual Theory of the Corporation". *GEO. MASON U. L. REV.*, Summer 1989. pp. 99, 101-106. Para una Buena discusión general del contrato corporativo ver: EASTERBROOK y FISCHEL. Op. cit. pp. 1-39.

¹⁷⁴ Korobkin podría intentar deducir el apoyo de la literatura de la ley que ataca el punto de vista contractual de la corporación. Por ejemplo, ver BRATTON, William W. Jr. "The New Economic Theory of the Firm: Critical Perspectives from History". *Stanford Law Review* No. 41. pp. 1471, 1526 (1989) (concede la «legitimidad al punto de vista contractual de las corporaciones» mientras que al mismo tiempo señala que esta teoría es «difícil de aceptar aun como un clímax de la evolución o como un edificio que está de pie fuera de su tiempo»). BRATTON, William W. Jr. "The «Nexus of Contracts» Corporation: A Critical Appraisal". *Cornell Law Review* No. 74. pp. 407, 464 (1989) (afirma que esta «teoría descaracteriza a la teoría de los contratos corporativos, haciendo afirmaciones políticas»). Para ello, tendría que demostrar que estos concuerdan con las teorías que afirman que una corporación tiene atributos humanos.

¹⁷⁵ Por ejemplo, un Banco de inversión que financia una compra también puede recibir un poco de capital en la nueva empresa. Ver COHEN, Laurie. "Merrill Lynch Leads Wall Street's Buy-Out Business: Using Its Financial Clout, Firm Acts as a Principal in Transactions". *Wall Street Journal*. 5 de Agosto de 1987. p. 6.

¹⁷⁶ EASTERBROOK y FISCHEL. Op. cit. pp. 288-290 (sostienen que los proyectos «que valen la pena» se revelarán para animar la inversión y la información sobre los proyectos menos atractivos se divulgará totalmente para que los inversionistas no inviertan en el peor).

ción actual de la empresa buscara unirse a uno de los grupos que quieren comprar la empresa en la subasta. En esta situación, los gerentes tendrían un incentivo para hacer parecer que la compañía sí vale la pena. Comunicar el verdadero valor de la compañía disminuiría su oportunidad de contar con postores exitosos¹⁷⁷.

Si los inversionistas prefieren una valoración del mercado en comparación a la valoración efectuada por un juez concursal, ello dependerá de los costos relativos. Aquí la pregunta que aparece es si es más costoso para los terceros obtener información necesaria acerca del valor de la empresa versus el costo de una venta hipotética. En ambas situaciones, un tercero tendrá que efectuar un juicio acerca del valor de la empresa. La diferencia es de experiencia y de costo. Por un lado, los bancos de inversión como Goldman Sachs especializados en valorar empresas; los jueces concursales no tienen tal especialización. De hecho, un juez concursal confiará finalmente en el consejo de expertos. Es más, el juez va a confiar en los expertos que, en lugar de tener un incentivo para valorar la empresa en su valor real de mercado, están cobrando por un servicio. Por otro lado, un juez concursal no cobra a las partes por sus servicios¹⁷⁸. Aun cuando los bancos de inversión sean llamados como expertos, uno sospecha que sus honorarios serían más bajos que en el caso que ellos tuvieran que vender la compañía realmente. Así, una venta judicial parece una opción recomendable, pero de ningún modo debe ser obligatoria en el caso de una compañía sin accionariado difundido a diferencia del caso de una empresa con accionariado difundido.

Un argumento que los estudiosos usan para justificar la disponibilidad del *Chapter 11* para este subconjunto de empresas es señalar que se comparte el riesgo¹⁷⁹. La clave de esta línea de análisis es la asunción de que en una empresa pequeña, sin accionariado difundido, el propietario/gerente y quizás algunos de los acreedores pueden ser adversos al riesgo¹⁸⁰. En una situación de tal naturaleza, el propietario/gerente y los acreedores de la empresa pueden estar de acuerdo en compartir los riesgos comunes, en lugar de tener que asumir todos los riesgos en primera instancia. Bajo el análisis de la parte I del presente artículo, los propietarios/gerentes estarían de acuerdo en pagar una tasa de interés más alta a cambio de tener la seguridad de que fuera de ella no se le cobraría si la empresa experimentara dificultades financieras.

El argumento del riesgo compartido empieza reconociendo que, como regla general, hay dos tipos diferentes de riesgos. Hay riesgos endógenos sobre los cuales una parte tendrá el control, y por otro lado, hay riesgos exógenos sobre los que ni los inversionistas ni los acreedores tendrán el control¹⁸¹. En términos económicos, estos últimos riesgos son en realidad condiciones económicas que afectan el pago de ciertas acciones y no están dentro del control de las partes. En un mundo donde todos los riesgos podrían identificarse y podrían ser clasificados, las partes acordarían que un riesgo endógeno sería asumido por la parte que lo puede controlar. Por ejemplo, el riesgo de que un empleado robe los fondos de la compañía es un riesgo endógeno -el gerente al contratarlo puede controlar este riesgo vigilando a sus empleados cuidadosamente y estableciendo sistemas de contabilidad-. En consecuencia, es probable que las partes acuerden que la

¹⁷⁷ El papel de dirección en un régimen de subasta es problemático. La dirección intentaría unirse a grupos de postores trae el problema del "winner's curse". El "winner's curse" se refiere a una situación donde un postor potencial podría temer las ganancias de la subasta. Dicho postor potencial se preguntaría por qué debe estar deseoso de pagar más que el grupo de postores que forman parte de la dirección actual y que probablemente tienen mejor información acerca del valor de la empresa. Así, permitiendo a la dirección unirse en una oferta podrían reducir el número de postores en subastas donde ningún postor tiene una razón para valorar la empresa de manera superior que los otros postores. En otras palabras, el "winner's curse" es un problema en las subastas de valor común como opuesto a las subastas de valor privado. Para una discusión general del problema del "winner's curse", ver VARAIYA, Nikhil P. "The «Winner's Curse» Hypothesis and Corporate Takeovers", *Managerial & Decision Economics* No. 9. p. 209 (1988) (esboza esta teoría y sus resultados empíricos proporcionando como sustento); COX, James C. y R. Mark ISAAC, "In Search of the Winner's Curse". *ECON. INQUIRY* No. 22. p. 579 (1984) (sostiene que los mejores postores *ex ante* nunca padecerán el *winner's course* en una subasta donde sólo la oferta premiada se anuncia).

¹⁷⁸ Éste es un punto descuidado por Baird en su análisis. Mientras puede ser socialmente óptimo para los bancos de inversión vender la empresa, las partes no asumen el costo cuando el juez es quien dirige la venta. Por supuesto, nada prohíbe a la ley requerir a las partes el pago los servicios del juez.

¹⁷⁹ JACKSON y SCOTT. Op. cit. pp. 164-169 (analizan la insolvencia como una manera de compartir los riesgos de un "desastre común"). Para las críticas del uso de riesgo compartido justificado por la actual ley, ver ADLER, Barry. "Bankruptcy and Risk" pp. 463-488 (señala que los costos de reasignar el riesgo a través de la insolvencia pesan más que los beneficios); RASMUSSEN, Robert K. "The Efficiency of Chapter 11", *BANKR. DEV. J.* No. 8. pp. 319, 329-331 (1991) (identifica las fallas inherentes en la tesis de Jackson y Scott y concluye que su «exploración de aversión al riesgo no da justificación alguna para su inclusión en la ley existente»); ROE, Mark J. "Commentary on «On the Nature of Bankruptcy»: Bankruptcy, Priority, and Economics". *VA. L. REV.* No. 75 pp. 219, 239 (1989) (señala que los acreedores no quieren compartir ciertos riesgos aun cuando pueden superar los problemas de coordinación).

¹⁸⁰ JACKSON, Thomas H. y Robert E. SCOTT. "On Nature of Bankruptcy..." Op. cit. pp. 164-169.

¹⁸¹ *Ibid.* p. 164.

gerencia asuma el riesgo de los desfalcos. Otros riesgos, sin embargo, como una crisis económica, están fuera del mando de cualquiera de las partes. En este contexto, un contrato eficiente puede compartir el riesgo del fracaso debido a dicha crisis¹⁸².

La motivación para compartir riesgos comunes es la siguiente. Los inversionistas adversos al riesgo, por definición, quieren en algún punto desear tomar un más bajo retorno esperado a cambio de menos variaciones en el posible retorno¹⁸³. En un régimen concursal que tiene una regla de prioridad absoluta que asigna a determinados inversionistas una prioridad después de que todos los otros inversionistas se han cobrado por completo, los riesgos exógenos incrementan la variante del retorno que los inversionistas pueden esperar. Es decir, los inversionistas asumen el riesgo por completo, sobre el valor de su inversión. Si los inversionistas no pueden diversificar el riesgo invirtiendo en varias empresas, entonces ellos están en mejor posición que los acreedores para compartir cualquier tipo de riesgo. Mientras tales pagos pueden disminuir el retorno esperado de los inversionistas (por supuesto los acreedores van a cobrar por llevar la carga del riesgo), ellos reducen la varianza en el retorno esperado. Dicho contrato es, en la práctica, una forma de seguro. El inversionista hace un pago al mayor acreedor en la forma de una tasa de interés más alta, y en cambio el inversionista que recibe seguridad no se cobrará si la empresa llega a un estado de insolvencia debido a un riesgo exógeno.

El accionista/gerente podría tener otro incentivo para compartir los riesgos exógenos del fracaso comercial. Las personas hacen a menudo inversiones no pecuniarias en la empresa. Un ejemplo es el accionista que

dice, «mi negocio es mi vida.» Aquellos que hacen inversiones no pecuniarias estarían deseosos de pagar una tasa de interés más alta a cambio de asegurarse que no se les cobraría si la empresa fracasara. Sólo por tales pagos puede que ellos protejan sus inversiones. A la luz de ello, la posibilidad de participar en la reestructuración también es una forma de seguro, pero pagado por adelantado. La razón es que nosotros no vemos contratos reales en los cuales las partes estén de acuerdo en compartir los riesgos, según aquellos que defienden la teoría del riesgo compartido, es que ningún acreedor estaría de acuerdo con dicho seguro a menos que todos los otros acreedores estén limitados. Todavía el acreedor no tendría ninguna garantía que el deudor les obligaría a todos los otros acreedores que incluyeran dicho término. En otras palabras, hay un problema de acción colectiva¹⁸⁴.

Mientras la aversión al riesgo sugiera que los inversionistas pueden desear compartir los riesgos, es difícil de justificar los límites de la ley actual basados en el riesgo compartido¹⁸⁵. Los defensores de la teoría del riesgo compartido sostienen, sin embargo, que la regla de *Timbers* que niega la compensación a los acreedores sin garantía para el retraso de pago que la insolvencia les impone¹⁸⁶ puede justificarse como un tipo de riesgo compartido¹⁸⁷. En la práctica, sería difícil para una Corte decidir si un fracaso comercial fue causado por un riesgo endógeno o exógeno¹⁸⁸. Así, negando la protección contra el retraso en todos los casos puede ser una respuesta apropiada al problema de la aversión al riesgo¹⁸⁹.

Uno puede cuestionar la justificación de las reglas del riesgo compartido desde varios puntos de vista. Por ejemplo, es incierto si el dinero negado al acreedor

¹⁸² Ibid. pp. 165-166.

¹⁸³ De hecho, es difícil de explicar la noción de seguridad sin el concepto de aversión al riesgo.

¹⁸⁴ JACKSON, Thomas H. y Robert E. SCOTT. "On Nature of Bankruptcy..." Op. cit. p. 176.

¹⁸⁵ Ibid. pp. 199-202 (señala que la incertidumbre en la ley actual y la incapacidad para proteger son propiamente los hechos que causan que los demandantes compartan más riesgos que los que tendrían que compartir en un acuerdo de acreedores). Tal cautela no es sorprendente. Como Barry Adler ha declarado, «las providencias de la ley generarían un riesgo compartido beneficioso...» ADLER, Barry. "Bankruptcy and Risk ..." Op. cit. p. 483.

¹⁸⁶ Ver notas de pie de página 71-72.

¹⁸⁷ JACKSON, Thomas H. y Robert E. SCOTT. "On Nature of Bankruptcy..." Op. cit. pp. 188-189.

¹⁸⁸ Ibid. p. 189. Kahn y Huberman han demostrado que una cláusula que pone todo el riesgo inicialmente en el prestatario, con la posibilidad de renegociación más tarde, puede ser una respuesta óptima a este problema. HUBERMAN, Gur y Charles KAHN, "Limited Contract Enforcement and Strategic Renegotiation", AM. ECON. REV. No. 78. pp. 471, 473-475 (1988); Ver también HUBERMAN, Gur y Charles KAHN "Default, Foreclosure, and Strategic Renegotiation", LAW & CONTEMP. PROBS., Winter 1989, pp. 49, 54-57. Si la razón para el valor predeterminado de la empresa es notada por el prestamista, pero no es comprobable en una Corte, el prestatario tendría el incentivo para ejecutar la empresa. Es el caso, que todos los valores predeterminados se renegociarían porque ellos se causaron en condiciones económicas en las cuales la dirección no tenía ningún control. Se podría justificar una versión limitada del *Chapter 11* quedando sólo acreedores generales como una manera de asegurarlos sin impedir el proceso de renegociación. De hecho, un reciente estudio sugiere que cuanto menos se deba a los acreedores generales, lo más probable es que una empresa que enfrente dificultades financieras reestructurará su deuda sin solicitar un procedimiento de insolvencia. GILSON, Stuart C. "Troubled Debt Restructurings: ..." Op. cit. p. 316. Para un análisis de los efectos de un régimen selectivo, ver BAIRD, Douglas G. y Randal C. PICKER, "A Simple Noncooperative Bargaining Model of Corporate Reorganizations", Journal Legal Studies No. 20 pp. 311, 348 (1991).

¹⁸⁹ JACKSON, Thomas H. y Robert E. SCOTT. "On Nature of Bankruptcy..." Op. cit. pp. 189-190.

con garantía fluye a inversionistas adversos al riesgo. A menudo puede ir a acreedores menores que no están necesariamente asumiendo riesgos¹⁹⁰. Aun cuando este dinero vaya a cubrir los riesgos de los inversionistas, porque el traslado es hecho sin tener en cuenta el tipo de riesgo involucrado, éstos tienen poco incentivo para cuidarse de riesgos endógenos¹⁹¹. Éste es el problema del riesgo moral: cuando las personas no asumen las consecuencias de sus acciones, tienen un incentivo para usar menos del nivel apropiado de precaución¹⁹². Si las ganancias de compartir los riesgos exógenos exceden las pérdidas de disminuir los incentivos de los inversionistas para cuidarse contra los riesgos endógenos es una pregunta que simplemente no puede contestarse en teoría¹⁹³.

Los defensores de la explicación del riesgo compartido en el *Chapter 11*, también sugieren que la tendencia de algunas Cortes a usar la excepción de la "*fresh contribution*" a la regla de la prioridad absoluta, es el resultado del riesgo compartido¹⁹⁴. El problema de justificar la excepción de la "*fresh contribution*" con base al riesgo compartido, según los defensores de esta teoría, es su aplicación en los casos concretos. El problema de aplicación aludido, se encuentra en si la insolvencia es el resultado de condiciones económicas desfavorables o de las acciones de los propietarios/gerentes. Éste es un problema que proviene del ocultamiento de costos¹⁹⁵. En un primer momento, las Cortes no pueden identificar la causa de la crisis financiera de la empresa. Es el caso, que se negaría la participación de los gerentes aunque sus esfuerzos no hayan contribuido a los problemas financieros de la empresa, y otras veces se permitiría su participación aunque los gerentes sean de hecho responsables del declive de la empresa. Además de este problema, las incursiones de la regla de la prioridad absoluta, a diferencia de la regla de *Timbers*, son *ad hoc* y varían en los casos donde se les invoca. Las partes simplemente no saben qué porcentajes de la empresa reestructurada son otorgadas por la Corte a los inversionistas, ni siquiera saben el precio que se aprobará para la nueva empresa. Esto, agregado a la

incertidumbre, hace improbable que las partes acuerden acerca de una regla de prioridad absoluta por la nebulosa aplicación de la excepción de la "*fresh contribution*" actualmente vigente¹⁹⁶.

Así, el riesgo compartido no se justifica en el marco de la ley de reestructuración actual, ni siquiera para las empresas en que los dueños podrían ser adversos al riesgo y han efectuado inversiones no pecuniarias. De hecho, se ha señalado que los riesgos compartidos no pueden justificar la ley actual en absoluto¹⁹⁷. No obstante, la visión general ofrecida por la teoría del riesgo compartido -que ciertos inversionistas pueden desear pagar una tasa de interés más alta por un acuerdo con los acreedores para compartir ciertos riesgos- genera intuitivamente cierta atracción. Muchas personas son adversas al riesgo, y por ello, realizan inversiones no pecuniarias. El beneficio de la seguridad de tener un lugar en la empresa reorganizada puede justificar su costo. Para tales personas, puede ser óptimo seleccionar algunas modificaciones de forma del *Chapter 11* del menú de la insolvencia corporativa.

Un último argumento sugiere que algunas clases de procedimientos de reestructuración pueden ser apropiados en ciertos casos por la necesidad de mantener ciertas habilidades específicas en la empresa. Incluso aquellos que desafían la existencia del *Chapter 11* están de acuerdo con que el argumento es más fuerte a su favor sólo cuando los inversionistas proporcionan habilidades únicas a la empresa. En una corporación grande es improbable que los inversionistas contribuyan con algún valor especial a la empresa: IBM es valorada igual si cualquier persona posee alguna de sus acciones o si esa persona vende esa acción a otra. En el caso de una corporación pequeña, sin accionariado difundido; sin embargo, es bastante concebible que varios inversionistas proporcionen valores a la empresa. Por ejemplo, considere el caso de un fabricante pequeño de mueblería que se encuentra con dificultades financieras debido a un retroceso en la economía local. Gran parte del valor de su

¹⁹⁰ RASMUSSEN, Robert K. "The Efficiency of..." Op. cit. p. 329.

¹⁹¹ ADLER, Barry E. "Bankruptcy and Risk..." Op. cit. pp. 473-474 (anotando que las normas de insolvencia pueden crear los «incentivos perversos de riesgo a la dirección»).

¹⁹² Para ver una discusión del problema. Ver KREPS. Op. cit. p. 577.

¹⁹³ Para otras críticas de la justificación del riesgo-compartido, ver ADLER, Barry E. "Bankruptcy and Risk..." Op. cit. pp 463-488 (sostiene que el costo de reasignación de quiebra excede sus beneficios); RASMUSSEN, Robert K. "The Efficiency of..." Op. cit. p. 329-331 (concluye que la explicación de Jackson y Scott sobre la aversión al riesgo no justifica la ley existente); ROE. Op. cit pp. 220-28 (sostiene que el riesgo que resulta de la infidencia del acreedor no debe compartirse).

¹⁹⁴ JACKSON, Thomas H. y Robert E. SCOTT. "On Nature of Bankruptcy..." Op. cit. p. 196.

¹⁹⁵ Ibid. pp. 200-202.

¹⁹⁶ ROE, Mark. "Bankruptcy and Mass Tort". Columbia Law Review No. 84. pp. 846, 852 (1984).

¹⁹⁷ ADLER, Barry E. "Bankruptcy and Risk..." Op. cit. p. 489. (caracteriza al riesgo compartido como «crudo y costoso»).

empresa puede depender de las posibilidades económicas del propietario/gerente. Dicho de otro modo, el gerente tiene las habilidades específicas de la empresa¹⁹⁸.

Los otros demandantes no tienen un derecho para insistir en la presencia continuada del gerente en la empresa reestructurada¹⁹⁹. Así, si la empresa llega a un estado de insolvencia, sus acreedores deben convencer al gerente que permanezca en el cargo. Ellos no pueden obligarle a que se quede con la empresa sin tomar en cuenta sus objeciones. Sin embargo, decir que un demandante proporciona las habilidades específicas a una empresa no obliga a realizar una venta hipotética a los acreedores existentes; más bien, sólo significa que los compradores de la empresa tienen que lograr un trato con ese gerente. La pregunta que debe hacerse es si es más difícil para un tercero alcanzar tal trato de lo que es para los acreedores existentes. Este tercero debe negociar con el gerente para quedarse. No hay ninguna razón para pensar que tales negociaciones serían ineficientes. Así, la presencia de habilidades específicas de la empresa de una de las partes no puede por sí sola justificar la continua existencia del *Chapter 11*.

Sin embargo, puede ser el caso que hayan varias partes, como el gerente y varios acreedores que proporcionan el valor único a la empresa. Si hubiera una venta real de la empresa, los compradores potenciales tendrían que negociar individualmente con estos proveedores de habilidades específicas de la empresa para continuar sus contribuciones a la misma. Tal trato sería costoso y también podría fracasar. Así, en esta situación, los inversionistas *ex ante* pueden haber acordado una venta judicial en lugar de una real²⁰⁰.

Como en muchas de las situaciones descritas, la última respuesta depende de los costos y beneficios de cada procedimiento, y estos costos y beneficios son difíciles, si no imposibles, de medir en teoría.

3. LOS ARGUMENTOS QUE JUSTIFICAN LA ELIMINACIÓN DEL *CHAPTER 11*

Se ha sugerido recientemente que el *Chapter 11* debe ser derogado y reemplazado con un régimen de *contingent equity*²⁰¹ VII. En un mundo de *contingent equity*, todos los contratos de préstamo contienen la promesa de que si la empresa incumple con sus obligaciones de pago, la actual clase de accionistas es eliminada y los accionistas menores toman esta posición²⁰². Si el deudor incumple con una obligación de una clase mayor que la nueva clase de accionistas, esta última debe cubrir el monto no pagado o también será eliminada y reemplazada por los próximos accionistas menores. El proceso se repite hasta que no haya una obligación pendiente o una deuda existente²⁰³.

La motivación de moverse a un régimen de *contingent equity* es el elevado costo de ley de reestructuración actual²⁰⁴. Bradley y Rosenzweig, examinando la evidencia generada desde la promulgación del *Chapter 11* actual, concluyen que, por lo menos en el caso de las empresas de accionariado difundido, la ley actual es el resultado en un traslado del valor de tenedores de bonos y accionistas a la dirección de la empresa²⁰⁵. Por tal motivo, se concluye que los costos del *Chapter 11* son bastante altos, y la *contingent equity* debe sustituirlo²⁰⁶. Este nuevo sistema sería más barato que la ley actual pues eliminaría todos los costos asociados con la reestructuración dirigida por las Cortes.

²⁹⁸ GILSON, Ronald J. y Robert H. MNOOKIN, "Sharing Among the Human Capitalists: An Economic Inquiry into the Corporate Law Firm and How Partners Split Profits", Stanford Law Review No. 37. pp. 313, 354-355 (1985). (distingue entre capital humano que puede transferirse de inmediato a una nueva empresa y capital humano específico que no puede ser transferido).

¹⁹⁹ BAIRD y JACKSON, "Bargaining After the Fall..." Op. cit. p. 751 (anotan que el gerente tiene el poder, si no el derecho, de negarse a trabajar para la empresa).

²⁰⁰ Jackson y Scott también se adhieren al empleo del *Chapter 11* en esta situación. JACKSON y SCOTT. Op. cit. p. 191.

²⁰¹ BRADLEY y ROSENZWEIG. Op. cit. pp. 1079-1086. Barry Adler ha hecho la misma propuesta, señalando la «*chameleon equity*» en oposición a «*contingent equity*». ADLER, Barry. Op.cit. pp. 18-28).

^{VII} Nota del Traductor: La *contingent equity* es la regla mediante la cual se asegura el cobro de la acreencia en función de la permanencia del accionista deudor de una clase mayoritaria en la empresa. De este modo, si dicho accionista incumple con el pago, su lugar será tomado por los accionistas de una clase inferior.

²⁰² BRADLEY, Michael y Michael ROSENZWEIG. Op. cit. p. 1082.

²⁰³ Ibid. pp. 1083-1084.

²⁰⁴ Ibid. pp. 1088-1089.

²⁰⁵ Ibid. pp. 1076-1077 («Solicitar una insolvencia bajo los términos del *Chapter 11*... permite a la dirección extraer la riqueza de varios de los accionistas de la empresa»). La conclusión que señala que el Código transfiere la riqueza de los accionistas a los gerentes se basa en una comparación con la ley del pre-código. Ver Ibid. p. 1077. Ello no implica que los accionistas tengan titularidad alguna sobre cualquier valor de la empresa.

²⁰⁶ Ibid. pp. 1088-1089.

Sin embargo, la *contingent equity* también cuesta. En efecto, hay tres costos generados por dicho sistema. Primero, el costo de redactar el contrato de préstamo que define el incumplimiento como un evento que produce el traslado de propiedad de la empresa. En un régimen de *contingent equity*, el incumplimiento del pago en dinero en efectivo reemplaza a los accionistas actuales. Así, se esperaría que los accionistas tengan más cuidado definiendo eventos de incumplimiento que están bajo la ley actual. Segundo, se presenta el costo a la nueva clase de accionistas para negociar con gerentes y quedarse en la Junta. Cada cierto tiempo se produce un cambio en la propiedad, los nuevos dueños tienen que decidir si quieren mantener a la antigua dirección y, si lo desean, llegar a un acuerdo de permanencia. Tercero, existe costo en reducir algunos de los beneficios asociados con el crédito asegurado con una garantía. Las explicaciones actuales sobre el crédito asegurado se fortalecen en la habilidad del acreedor asegurado para supervisar los recursos específicos sobre los que recae la garantía²⁰⁷. La *contingent equity* es equivalente a darle una garantía al acreedor sobre toda la empresa en lugar de dársela sobre los bienes específicos que piensa supervisar. A pesar de que estos costos no son triviales, la *contingent equity* puede resultar más favorable que la ley actual.

Aun cuando este sistema resulte más eficiente, ello no significa que deba ser impuesto por el Congreso. El error de esta propuesta es el mismo de los otros argumentos acerca de la ley de reestructuración: asume que la insolvencia debe ser una regla obligatoria. El argumento es que los costos del *Chapter 11* son mayores que aquellos generados por la *contingent equity*. Esto puede ser verdad para algunas empresas, sin embargo, no lo es para todas. En efecto, ni siquiera los mismos defensores de esta teoría señalan que sea aplicable a todas las empresas. Ellos sólo afirman que, como materia general, la *contingent equity* es superior a la ley actual. Si esto es verdad, entonces algunas empresas habrían, si les dieran la oportunidad, preferido este régimen.

Finalmente, se ha señalado que la ley federal de reestructuración debe ser derogada, dejando sólo la ley estatal para ocuparse del problema de empresas en crisis financiera.²⁰⁸ Dicho cambio aumentaría la

eficiencia debido a que obligaría a la empresa a disponer de sus recursos, y la empresa es la que mejor puede disponer de dichos recursos. Mientras esto puede o no puede ser verdad como regla general, sugiere a lo sumo que una empresa pueda optar por no sujetarse a la ley federal de reestructuración, si así lo decide.

A lo sumo, las teorías actuales de reestructuración ofrecen escenarios bajo los cuales los accionistas de algunas empresas podrían encontrar preferible optar por una reestructuración en un procedimiento semejante al del *Chapter 11*. La heterogeneidad en las empresas confirma nuestro argumento de tratar a la ley concursal como una regla de carácter dispositivo. Porque los estudiosos actuales no han apreciado el hecho que la ley concursal es nada más que un término del contrato, han dudado en sugerir un modo de ocuparse de los distintos problemas que tienen los diferentes tipos de empresas²⁰⁹. La próxima parte del presente artículo, que crea un menú de opciones concursales, supera este problema y permite a las empresas tomar la decisión de seleccionar el régimen concursal que aumente al máximo su valor esperado.

III. EL MENÚ

Las teorías existentes de reestructuración patrimonial no ofrecen ningún argumento persuasivo para tratar a la ley concursal como una regla obligatoria. A lo sumo, ofrecen algunas razones según las cuales ciertos tipos de deudores preferirían el procedimiento del *Chapter 11* que una venta de la empresa bajo los términos *Chapter 7*, y que algunos no preferirían ningún procedimiento dirigido por las Cortes Concursales. Esta parte del presente artículo analiza lo señalado y menciona las opciones del menú que deberían ser promulgadas por el Congreso. Asimismo, esta parte también considera aquellas limitaciones en las opciones, necesarias para cuidarse de conductas estratégicas.

A. Las opciones en el menú

Bosquejar un menú de opciones concursales requiere un equilibrio entre especificar la regla óptima para cada tipo diferente de empresa y los costos de información asociados con enterarse de los diferentes

²⁰⁷ SCOTT Robert E., "A Relational Theory of Secured Financing". Columbia Law Review No. 86. p. 901 (1986).

²⁰⁸ BOWERS, James W. Op. cit. pp. 51-57 (sostiene que los sistemas estatales de distribución aumentan al máximo las ganancias de la deuda colectiva en la insolvencia).

²⁰⁹ Por ejemplo, aunque Baird reconoce que el *Chapter 11* no puede ser óptimo en ciertos casos, él sugiere la necesidad de interpretar mejor sus disposiciones son más urgentes que la necesidad emprender una reforma. BAIRD, Douglas G. "The Uneasy Case for ..." Op. cit. p. 147.

regímenes concursales²¹⁰. En algún punto la ganancia marginal de una opción adicional es superada por el costo de conocer los detalles de dicha opción. Sensible a esta preocupación, el menú que se sugiere a continuación reúne partes importantes de la ley existente, reduciendo los costos de aprehender por completo un nuevo juego de reglas, proporcionando sólo aquellas opciones que un número razonable de empresas seleccione.

La primera alternativa en el menú permitiría a la empresa comprometerse a nunca solicitar una petición de insolvencia bajo los términos de la ley concursal federal. Ésta sería la opción de *no-bankruptcy*. Bajo esta opción la empresa escogería confiar solamente en el sistema de cobro de deuda por medio del Estado o volverse una empresa de *contingent equity*. Sin embargo, ningún procedimiento concursal contenido en una ley federal estaría disponible.

Los accionistas pueden encontrar en su interés seleccionar la opción de la «*no-bankruptcy*» cuando la empresa tiene un solo bien, los accionistas no contribuyen al valor específico de la empresa, y hay un solo acreedor garantizado cuya demanda excede el valor del bien²¹¹. En esta situación, los acreedores podrían ofrecer a la empresa una tasa de interés más baja que la que habrían ofrecido si la empresa hubiera escogido los procedimientos del *Chapter 11* o del *Chapter 7*. Una tasa de interés más baja podría estar disponible porque ninguna de las ganancias potenciales de un procedimiento de insolvencia existe bajo estos hechos: no hay ningún valor de la empresa en marcha a ser conservado en los casos de un solo recurso porque el único problema importante es el uso apropiado de ese bien. No hay ninguna razón para pensar que esta decisión del uso se afectará si el recurso es mantenido por los actuales accionistas de la empresa, o por una tercera parte que recibe el recurso por una venta excluyente. Adicionalmente, ocurrido esto durante el período de insolvencia, el acreedor financiero recibe los beneficios de su garantía, no hay ninguna necesi-

dad de preocuparse por el prorratio. Así, la ley concursal federal de ninguna manera podría mejorar el retorno de los acreedores²¹².

Es más, puede darse el caso que agregado a la posibilidad de solicitar la insolvencia mediante leyes federales, se disminuya el retorno a los acreedores en esta situación, mientras aumenta la tasa de interés que el prestamista cobra a la empresa. La ley concursal federal suspende todos los esfuerzos de cobro no concursales²¹³. El efecto práctico de esta suspensión es que los accionistas pueden detener las acciones solicitando una insolvencia²¹⁴. Este retraso les da la oportunidad de esperar que suba el valor del mercado del bien. El costo de este potencial retardo táctico se reflejará en la tasa de interés que el prestamista cobre a la empresa. Es más, bajo los términos de la ley actual, es imposible para el deudor comprometerse creíblemente con la promesa de que no solicitará una insolvencia. Aunque abandonar la oportunidad futura de solicitar la insolvencia podría ser eficiente en el momento del préstamo, una vez empezado el procedimiento de ejecución, está en el interés del deudor tardar la ejecución a través de la utilización de un procedimiento concursal. Dado que la ley actual anula los acuerdos de no solicitar la insolvencia, el deudor puede solicitarla sin tener en cuenta su compromiso anterior²¹⁵. Cambiar al sistema de menú resuelve el problema. En efecto, el menú permite a la empresa seleccionar la opción de la *no-bankruptcy* y así, la empresa se comprometerá creíblemente con su acreedor a que no impedirá el acceso del acreedor a su garantía.

Una sociedad de responsabilidad limitada cuyo único recurso es, por ejemplo, un edificio de departamentos, financiará un préstamo de un banco con dicho edificio. Esta sociedad podría ser el tipo de empresa que seleccionaría la opción de la *no-bankruptcy*²¹⁶. Los inversionistas no tomarán parte en el funcionamiento del edificio de departamentos. Su sola preocupación es recibir la tasa de interés más baja posible.

²¹⁰ Este es el mismo problema que a menudo se presenta en el contexto del consumidor. BEALES, Howard. "The Efficient Regulation of Consumer Information". *Journal Law & Economics* No. 24. pp. 491, 524-526 (1981). (discuten el equilibrio entre aumentar la cantidad de información proporcionada a un consumidor y la razonabilidad y costos de proporcionar dicha información).

²¹¹ Tales empresas se colocan a menudo en una situación de insolvencia, normalmente para demorar los procedimientos de ejecución estatales. Por ejemplo, ver *North Cent. Dev. Co. v. Landmark Capital Co. (In re Landmark Capital Co.)*, 27 B.R. 273 (Bankr. D. Ariz. 1983); *Yaffe v. Andrews (In re Andrews)*, 17 B.R. 515 (Bankr. C.D. Cal. 1982); *Ketchikan Lodge No. 1429, Benevolent & Protective Order of Elks v. Hewitt (In re Hewitt)*, 16 B.R. 973 (Bankr. D. Alaska 1982); *Provident Bank v. BBT (In re BBT)*, 11 B.R. 224 (Bankr. D. Nev. 1981).

²¹² Ello puede darse en el caso de que algunas empresas escojan esta opción. BOWERS, James W. Op. cit. p. 61 (señala como materia general que las normas concursales son menos eficientes que los términos contractuales).

²¹³ 11 U.S.C. § 362 (1988 & Supp. II 1990).

²¹⁴ Ello, poco antes la exclusión es común. *Norwest Bank Worthington v. Ahlers*, 485 U.S. pp. 197, 200 (1988).

²¹⁵ *Weitzen*, 3 F. Supp. 698 (S.D.N.Y. 1933).

²¹⁶ Estos hechos son similares a los hechos del caso *Timbers. United Sav. Ass'n v. Timbers of Inwood Forest Assocs.*, 484 U.S. 365, 368 (1988).

Con dicha tasa de interés, es muy probable que los dueños del edificio podrán asumir la carga de la deuda y tener las ganancias encima de ella. La ley del Estado promete al banco que si la sociedad no puede pagar el préstamo, éste puede cobrarse ejecutando el edificio. El banco puede permitir que un tercero compre el edificio, o en todo caso, puede comprarlo él mismo. En cualquier evento, la ley estatal asegura al banco la obtención del valor de su garantía dentro de cierto período de tiempo después de que el préstamo es incumplido. Pareciera que hay poco espacio para cualquier forma de ley concursal estatal en tal situación. A lo sumo, tal ley aumentaría el tiempo máximo que tomaría el banco para adquirir el control del edificio, aumentando la tasa de interés que el prestamista cobraría en el primer caso por eso. Seleccionar la opción de la *no-bankruptcy* del menú en esta situación garantizaría a los accionistas la tasa de interés más baja.

La opción de la *no-bankruptcy* también permitiría a una empresa decidir ser una empresa de *contingent equity*. La adopción de tal estructura corporativa eliminaría el remedio del cobro individual y la dirección del procedimiento por las Cortes Concursales. Con este fin, el Congreso debe promulgar una ley, además del menú propuesto aquí toda vez que eso permitiría la creación de empresas de *contingent equity*²¹⁷.

Una segunda opción en el menú permitiría a la empresa solamente solicitar su insolvencia bajo los términos del *Chapter 7*²¹⁸. La versión actual del *Chapter 7* se modificaría para señalar expresamente cuáles son las empresas que ingresan a su procedimiento y que serán subastadas al postor más alto²¹⁹. Tal opción sería preferible para aquéllos accionistas que escojan la posibilidad de una venta real a una venta hipotética como la prevista por el *Chapter 11*. Los accionistas de las sociedades abiertas preferirían dicha opción²²⁰ probablemente porque si una venta real tuviese lugar

en caso de insolvencia, los acreedores ofrecerían la más baja tasa de interés. Bajo esta modificada opción del *Chapter 7*, los acreedores se asegurarían de que el período de insolvencia sería relativamente corto, de que obtendrían un pago más rápido que bajo los términos del *Chapter 11*²²¹ y de que todos los beneficios de los recursos de la empresa irían a ellos en lugar de ir a los accionistas. Ante dicha situación, los acreedores ofrecerían la más baja tasa de interés a una empresa cuya sola opción es una subasta bajo el procedimiento del *Chapter 7*, en contraposición a si una empresa ingresara al régimen concursal del *Chapter 11*.

La disponibilidad del revisado *Chapter 7* en esta situación supera a los procedimientos de cobro estatales en dos aspectos. Primero, el *Chapter 7* propuesto asegura a los acreedores que la empresa permanecerá intacta si ese es mejor destino para sus bienes. La ley estatal bajo la cual los acreedores individuales tienen un incentivo para ejecutar los recursos de la empresa, requiere de un uso cuidadoso de garantías para prevenir una carrera destructiva sobre los bienes de la empresa. Los errores en llegar a la estructura óptima podrían llevar a una poco sistemática liquidación de la empresa. Este mecanismo puede no ser el apropiado para el aprovechamiento de los bienes de la empresa. Dada la posibilidad, bajo la ley estatal, de una ineficiente disposición de los recursos de la empresa, los acreedores cobrarán una tasa de interés más alta que en el primer caso. Sólo seleccionando la opción del revisado *Chapter 7* se resuelve este problema. No hay ninguna razón para sugerir que una empresa cuyas operaciones son eficientes, pero que se carga por una deuda excesiva, no pueda ser comprada como una entidad entera. De hecho, así fue como las empresas de los ochentas se especializaron en tomar compañías privadas, mientras la promulgación del menú podría llevar a la formación de empresas que se especialicen en la compra de empresas insolventes.

²¹⁷ Adler señala que muchos obstáculos existirían si se promulgara legislación que permita la creación de un régimen de *contingent equity*. ADLER, Barry E. "A Political Theory of American..." Op. cit. pp. 37-40. Algunas de estas barreras, como la necesidad de eliminar la imposición de doble contribución por las ganancias corporativas, parecen insuperables. Así, mientras una opción de *contingent equity* parece deseable en principio, es improbable que alguna vez se materialice.

²¹⁸ Un problema que no se estudia en el presente trabajo es determinar hasta qué punto las opciones en el menú deben cambiar la práctica actual de permitir a la dirección decidir cuándo se debe empezar un procedimiento de insolvencia. Para un examen de este problema, ver RASMUSSEN, Robert K. "Pulling the Trigger: Control of the Bankruptcy Decision Under a Menu Approach to Bankruptcy" (artículo inédito, en los archivos de Texas Law Review).

²¹⁹ Como Baird señala, no hay nada en el *Chapter 7* que prohíba subastar en conjunto a la empresa. BAIRD, Douglas G. "The Uneasy Case..." Op. cit. p. 145. («A going-concern sale of assets is possible under the existing structure of Chapter 7...»). No hay ningún mecanismo que compela a que tal subasta se realice. Ibidem. (sostiene que "la venta de recursos de las empresas en marcha es una carrera para el pensamiento de los jueces»). El *Chapter 7* propuesto en el texto sería tal opción.

²²⁰ El resto del problema es cómo los inversionistas pueden seleccionar dicha opción. Pocas empresas empiezan como sociedades de accionariado difundido. El problema de la evolución de la empresa se discutirá en la próxima sección.

²²¹ El procedimiento del *Chapter 11* puede ser largo. Ver nota 170. Por ejemplo, LTV permanece en insolvencia desde 1986. *Judge Sets Hearing on Sale of LTV Unit to Martin Marietta*, *Wall Street Journal*. 6 de agosto de 1992, p. C16. Los grandes almacenes federados, sin embargo, surgieron de la insolvencia después de dos años, un período que la mayoría de los analistas consideraron corto. Ver POLLOCK, Ellen J. "Federated, Allied Bankruptcy Lawyer Gets Much Credit for Speedy Resolution", *Wall Street Journal*. 13 de Enero de 1992, p. A4.

El segundo beneficio a los acreedores que se genera escogiendo el revisado *Chapter 7* es el requisito del prorrateo compartido. Este beneficio no se aplica, por supuesto, a los acreedores con garantía a quienes se les promete el pago con el valor de dicha garantía. Los acreedores generales, sin embargo, se pueden beneficiar del prorrateo compartido, y pasar estos beneficios a los accionistas en forma de tasas de interés más bajas. Muchas teorías de crédito con garantía postulan que los acreedores con garantía son cargados con la supervisión de la empresa²²², y los acreedores generales son supervisores inferiores. No obstante, en un mundo donde los primeros acreedores en cobrar mantienen el dinero, los acreedores generales tendrán un incentivo para supervisar la empresa y asegurar no quedarse atrás en la carrera por los recursos de la empresa²²³. Sin embargo, asegurar a los acreedores generales un prorrateo compartido de los recursos de la empresa, reducirá su incentivo para supervisarla, dejando la supervisión a los más capaces para hacerlo, esto es, a los acreedores con garantía²²⁴.

Así, los acreedores pueden ofrecer las más baja tasa de interés si ellos saben que la opción concursal de una empresa es precipitar una subasta bajo el procedimiento del *Chapter 7*²²⁵. Los accionistas de una sociedad de accionariado difundido tomarían probablemente la tasa de interés más baja. El riesgo de que la empresa solicite un estado de insolvencia y ellos no puedan cobrarse, es uno que pueden diversificar comprando acciones de varias compañías²²⁶. Sin embargo, los gerentes no pueden diversificar su riesgo

si es que la compañía entra en insolvencia, pero esta incapacidad es beneficiosa para los accionistas. La tensión tradicional entre deuda y capital en una empresa insolvente es bien conocida. Los gerentes, en la medida en que ellos representan a los accionistas, tienen un incentivo para comprometerse en proyectos arriesgados que pueden tener un valor negativo²²⁷. Este incentivo hace la deuda más costosa. El régimen del *Chapter 7* reduce este incentivo. El nuevo dueño de la compañía continuará sólo empleando a los gerentes si cree que ellos son capaces. En la medida que los gerentes se comprometan en transacciones que disminuyan el valor esperado de la empresa, disminuyen la probabilidad de ser mantenidos por los nuevos dueños. Así, la opción del *Chapter 7* incentivará a los gerentes para actuar en los mejores intereses de la empresa y reducir el costo inicial del crédito. Ésta es otra ganancia que supera al sistema actual.

Si los accionistas de una sociedad cerrada seleccionarían la opción del *Chapter 7* es una pregunta que no puede contestarse basándose en teorías. De hecho, la confusión en la literatura actual es el resultado de que algún tipo de accionistas pueda preferir el procedimiento del *Chapter 7*, pero otros tendrían el interés de ofrecer un contrato que permita a la empresa reestructurarse bajo el procedimiento del *Chapter 11*. Se ha pensado en varias razones para explicar por qué los accionistas de una sociedad cerrada podrían elegir el procedimiento del *Chapter 11*. Los accionistas pueden ser adversos al riesgo, e incapaces de diversificarlo.

²²² Robert Scott es autor del principal artículo de la teoría del monitoreo del crédito con garantía. SCOTT Robert E. Op. cit. p. 207. Otros trabajos que discuten la teoría del monitoreo: ADLER, Barry. "A New Perspective on the Bankruptcy Priority Puzzle", *Journal Legal Studies* No. 22. pp. 17-27 (en los archivos de *Texas Law Review*); PICKER, Randall C. Op. cit. Otros estudiosos sostienen que acreedores generales, en lugar de los acreedores con garantía, se cargan con la supervisión de la empresa. Ver JACKSON, Thomas H. y Anthony T. KRONMAN, "Secured Financing and Priorities Among Creditors", *Yale Law Journal* No. 88. pp. 1143, 1158-1161 (1979) (sostienen que los acreedores generales otorgan el crédito por un período más largo y en cantidades mayores y por consiguiente debe asumir los costos de supervisión); LEVMORE, Saul. "Monitors and Freeriders in Commercial and Corporate Settings". *Yale Law Journal* No. 92. pp. 49, 59 (1982) (sostiene que en ciertas situaciones los supervisores talentosos preferirán ser acreedores sin garantía).

²²³ JACKSON, "Creditors' Bargain..." Op. cit. pp. 861-864.

²²⁴ Se podría sostener que los acreedores generales supervisarían la empresa para asegurar que el acreedor con garantía no recobre su garantía y así termine con las operaciones de la empresa. Tal argumento es muy poco persuasivo. Cuando el acreedor con garantía descubra que se presenta la amenaza de que los acreedores generales podrían correr a tomar los recursos de la empresa, éstos tienen un incentivo para proteger su garantía. Si el acreedor con garantía la quita, la empresa puede solicitar un estado de insolvencia para recuperarla. Ver *11 U.S.C. § 542(a)* (1988). Es el caso, que esto sería más provechoso para el acreedor con garantía por forzar a la empresa para que ella misma solicite la insolvencia.

²²⁵ Sin embargo, es incierto si todos los acreedores ofrecerán una tasa más baja. Ciertamente los acreedores que hacen préstamos sustanciales tendrán un incentivo para enterarse de la opción concursal que una empresa ha escogido, y ajustar su tasa de interés de acuerdo con ésta. Para los acreedores que hacen préstamos pequeños, a corto plazo, sin embargo, el costo de descubrir la opción que una empresa ha seleccionado puede exceder el beneficio de ofrecer una tasa de interés más baja. En la medida que las empresas como grupo tendrán condiciones concursales superiores bajo el menú, la tasa de interés que tales acreedores cobren a todas las empresas puede ser más baja.

²²⁶ BREALEY, Richard A. y Stewart C. MYERS, "Principles Of Corporate Finance". pp. 136-39 (1991); MODIGLIANI, Franco y Gerald A. POGUE, "An Introduction to Risk and Return", *FIN. ANALYSTS J.*, Marzo-Abril de 1974, pp. 68, 73-76.

²²⁷ JENSEN, Michael C. y William H. MECKLING. Op. cit. p. 334 (señalan que cuando se financian empresas grandes casi completamente con demandas de deuda, los propietarios/gerentes tienen un incentivo para tomar un riesgo alto y un pago alto a los inversionistas). Los gerentes también tienen un incentivo para no comprometerse en proyectos de valor neto positivo donde el flujo potencial dé ganancias a los deudores. MYERS, Stewart C. "Determinants of Corporate Borrowing", *J. FIN. ECON.* No. 5. pp. 147, 155 (1977) (señala que «la existencia de una deuda corporativa puede reducir el valor del mercado de la empresa debilitando el incentivo de la corporación para emprender buenas inversiones futuras»).

Ellos estarían dispuestos a pagar para asegurar que no los vayan a dejar sin cobrar²²⁸. Los accionistas también pueden estar dispuestos a pagar una tasa de interés más alta para proteger su inversión no pecuniaria en la empresa²²⁹. En una venta real, las negociaciones existentes que aseguran que los gerentes y los proveedores existentes se queden en la empresa pueden ser demasiado complejas para los compradores. No es probable que esas negociaciones se puedan completar con éxito²³⁰. Finalmente, cabe resaltar que una venta hipotética puede ser, en general, más barata que una venta real²³¹. En alguna o en todas estas situaciones, puede ser el caso que los accionistas en el momento de contratar preferirían un régimen concursal que contenga algunos aspectos del procedimiento del *Chapter 11*. Para acomodar estas preferencias, el menú necesita también de una versión del *Chapter 11* actual. Disponiendo de opciones de una venta real y una venta hipotética en competencia entre ellas, el menú permitirá a los bancos comunicar a los inversionistas el costo exacto de su opción. Si el costo del *Chapter 11* merece o no la pena, será una decisión particular para cada empresa.

La siguiente opción en el menú es una destinada a un tipo de procedimiento concursal que todavía no existe. Es la llamada "*selective stay*"^{VIII}. Sería para todos los acreedores con excepción de los acreedores financieros. La motivación para este tipo de disposición concursal es la siguiente: hay dos tipos de riesgo, aquellos sobre los cuales la empresa tiene el control y aquellos sobre los cuales no lo tiene²³². Los acreedores saben que las Cortes pueden tener problemas para distinguir entre estos dos tipos de riesgo. En situaciones en las cuales el acreedor financiero puede distinguir el tipo de riesgo, éste puede ser el responsable de un fracaso comercial (en otros términos, los riesgos son observables pero no comprobables), una solución eficiente puede ser dar el

poder al banco para cobrar el préstamo²³³. Cuando dicho dispositivo se presenta, el gerente tiene el incentivo para trabajar bien porque éste carga todo ese riesgo. Si el gerente esquivara sus responsabilidades, el banco descubrirá sus acciones y cobraría el préstamo. Alternativamente, si el gerente trabaja bien, pero la empresa incumple debido a una crisis económica, el banco renegociaría el préstamo. En esta situación, un procedimiento concursal puede ser necesario para mantener los esfuerzos de los otros acreedores mientras la empresa negocia con el banco²³⁴. Sin embargo, el banco no puede ser dejado de lado; de ser así, el gerente no asume todos los riesgos que debería. Este modelo de *selective-stay* concursal deja al banco con el valor de la liquidación de su garantía, mientras le deja todo el valor de su capital humano al gerente²³⁵.

La opción final en el menú es permitir a la empresa crear su propio régimen concursal, sujeto al trato que debe regir para los acreedores extrancontractuales según la regla que el Estado seleccione²³⁶. Gran parte de nuestro pensamiento sobre el régimen concursal apropiado ha sido afectado por la existencia de la ley actual. Puede ser que aquellos que se encuentran en el mando de la empresa desearían un sistema poco parecido a la ley actual. Para estar seguros, la ganancia sobre cualquiera de las opciones en el menú tendría que exceder los costos de redacción y comunicación a los acreedores que un sistema diseñado por la empresa traería consigo. Si la ganancia excede el costo, sin embargo, no hay ninguna razón para prohibir a la empresa el diseño de su propio juego de reglas. De hecho, si resulta que un número grande de las empresas redactan un juego similar de reglas, estas reglas podrían agregarse en el futuro al menú.

Un potencial argumento para no permitir a las empresas establecer su propio régimen concursal es que los

²²⁸ Ver notas de pie de página 133-135. JACKSON, Thomas H. y Robert E. SCOTT. "On Nature of Bankruptcy..." Op. cit. pp. 158-159. (Anota que los intereses de los dueños no tienen valor en caso de liquidación y que ellos obtendrán más de sus demandas si se permite al deudor insolvente una reestructuración).

²²⁹ Ibid. pp. 174-175.

²³⁰ BAIRD, Douglas G. Op. cit. p. 140. JACKSON, Thomas H. y Robert E. SCOTT. "On Nature of Bankruptcy..." Op. cit. p.191.

²³¹ EASTERBROOK. Op. cit. p. 416-417. (Compara las valoraciones hechas por el mercado con las estimadas por el sistema judicial).

^{VIII} Nota del Traductor: La *selective stay* es el esquema bajo el cual, ingresando en el concurso, el sistema de protección de activos se aplica contra todos los acreedores menos al acreedor bancario o más importante: es éste quien toma la decisión.

²³² Ver notas de pie de página 181 y 182.

²³³ HUBERMAN, Gur y Charles KAHN "Default, Foreclosure..." Op. cit. pp. 59-60 (describen la exclusión judicial o «la inclusión de condiciones en el contrato del préstamo que especifican las circunstancias y procedimientos por los cuales el acreedor obtendrá los recursos del deudor en caso del incumplimiento»). Esta opción puede desaparecer cuando hay niveles múltiples de deuda. ASQUITH, Paul, "Anatomy of Financial Distress: An Examination of Junk-Bond Issuers" pp. 8-11 (1991) (artículo inédito de Texas Law Review) (informa los resultados de una exhibición de estudios empíricos señalando que los bancos son generalmente involuntarios para perdonar deudas cuando las empresas tienen múltiples deudas).

²³⁴ BAIRD y PICKER. Op. cit. pp. 311-312.

²³⁵ Este resultado siempre se obtiene si el gerente puede comprar la posición del banco pagándole el valor de la liquidación de la garantía. Ver Ibid. 344-347. Si el gerente no tiene esta opción, sea o no porque disfruta del valor total de su capital humano aparece la relación entre el valor de la liquidación del banco y la división que las partes aceptarían si se les obligara a negociar.

²³⁶ Para una discusión de los derechos de los acreedores extrancontractuales, ver nota de pie de página 52.

patrones estandarizados constituyen un «bien público»²³⁷. Dicho de otro modo, permitir a las empresas individuales optar en el futuro fuera de un patrón estándar llevaría a la desintegración de este patrón. Así, muchos beneficios de estos estándares, como la certeza y facilidad de comunicación, se perderían. A pesar de este problema potencial, la opción personalizada debe establecerse. El menú analizado incorpora todas las teorías existentes para constituir un eficiente régimen concursal. Si en la realidad, un gran número de empresas escoge desviarse del patrón estándar, ésta es la evidencia, a nuestro entender, que el actual régimen de reestructuración empresarial es inadecuado. Dada la prohibición existente para la innovación, nosotros debemos aceptar la evidencia acerca de que sabemos poco sobre las reglas de insolvencia óptimas en lugar de intentar suprimirlas.

B. El tratamiento de los acreedores con garantía y de los accionistas bajo el menú

Hay cinco opciones básicas en el menú: la opción de “no-bankruptcy”, un revisado *Chapter 7*, el *Chapter 11*²³⁸, la “selective stay”, y un sistema diseñado por las propias empresas. Cabe preguntarse por el rol específico de las dos opciones concursales «tradicionales» que aparecen en el menú, el *Chapter 7* y el *Chapter 11*. El tema más polémico que rodea el diseño actual de ley concursal es el tratamiento que se da a los acreedores con garantía. Hay discordancia específicamente, sobre el problema derivado del caso *Timbers*²³⁹: ¿debe compensarse a los acreedores subgarantizados por el retraso impuesto por la insolvencia dándoles los beneficios de su garantía?²⁴⁰ Al formularnos esta pregunta es importante reconocer el impacto que la conclusión a la que hemos llegado de que la ley concursal simplemente es un término del contrato. Esto significa que el

tratamiento que la ley concursal debe dar a los acreedores subgarantizados depende de cuál regla es más eficiente. El precio de la regla ineficiente simplemente se manifiesta en una pérdida de los accionistas. Así pues, dado que ellos llevan el costo de la regla ineficiente, ellos ofrecerían, en ausencia de impedimentos estratégicos, un contrato que contenga la regla óptima. En consecuencia, la preocupación sobre si la ley concursal debe respetar las normas estatales, lo que constituye el centro del debate actual sobre *Timbers*²⁴¹ es claramente irrelevante.

La resolución apropiada al problema de *Timbers* se manifiesta en los beneficios que los acreedores con garantía traen a la empresa. Si no hubiera beneficio al crédito con garantía desde el punto de vista de la empresa -en otros términos, si cualquier reducción en la tasa de interés que la empresa recibe del acreedor con garantía se compensa por un aumento en la tasa de interés para el crédito no garantizado²⁴² - entonces una empresa optaría para la regla de *Timbers* actual. Dar el valor real de su garantía al acreedor asegurado tiene dos costos. El primero sería un pago de la garantía misma. Este costo se compensaría con la tasa de interés baja fijada inicialmente, y en consecuencia, esto no inclina la balanza a favor de adoptar una regla u otra. En segundo lugar, sin embargo, las Cortes Concursales tendrían que determinar el tiempo en el que el acreedor con garantía habría recibido los beneficios de su garantía bajo la ley estatal, y entonces asignar una tasa apropiada de retorno. Este costo incluye el de litigar el problema así como el costo de incertidumbre acerca de la decisión del juez. La empresa tendría que cargar con este costo, y no recibiría el beneficio correspondiente. No conceder el valor real al acreedor subgarantizado impide todos estos cálculos. Si no hay beneficio al crédito asegurado, una empresa escogería la regla de *Timbers*.

²³⁷ El argumento del bien público para las condiciones obligatorias del contrato se encuentra en GORDON, Jeffrey N. “The Mandatory Structure of Corporate Law”. *Columbia Law Review* No. 89. pp. 1549, 1567-1569 (1989). Una respuesta a este argumento se encuentra en ROMANO, Roberta. “Answering the Wrong Question: The Tenuous Case for Mandatory Corporate Laws”, *Columbia Law Review* No. 89. pp. 1599, 1603-1604 (1989).

²³⁸ Las empresas que le elijan la opción del *Chapter 11* necesariamente no tienen que ser reestructuradas; éstas pueden liquidarse. Así, bajo el régimen propuesto parece la justificación para incluir el *Chapter 7* actual. Sin embargo, ver BAIRD, Douglas. “The Initiation Problem in Bankruptcy”, *INT’L REV. L. & ECON.* No. 11. p. 223 (1991) (sostiene que el *Chapter 7* sirve para asegurar a todos los acreedores que los recursos del deudor han sido distribuidos).

²³⁹ *United Sav. Ass’n v. Timbers of Inwood Forest Assocs.*, 484 U.S. 365 (1988).

²⁴⁰ Comparar BAIRD y JACKSON. “Corporate Reorganizations...” Op. cit. pp. 121-125 (señalan que los acreedores subgarantizados deberían ser compensados por el retraso en excluirlos de su garantía) con WARREN. Op. cit. pp. 801-804. (señala que no debe haber compensación alguna).

²⁴¹ BAIRD y JACKSON. “Corporate Reorganizations...” Op. cit. p. 110 (señalan que limitando la ley del Estado a los acreedores con garantías, se opone a la meta del régimen concursal de preservar el valor de recursos para el beneficio de aquellos que los poseen); también ver BAIRD, Douglas. “Loss Distribution, ...” Op. cit. p. 832 (cita el caso *Timbers* como apoyo para la proposición de que la valoración de demandas deben basarse en el valor de derechos que otorga el Estado).

²⁴² JACKSON, Thomas H. y Alan SCHWARTZ. “Vacuum of Fact or Vacuous Theory: A Reply to Professor Kripke”, *U. PA. L. REV.* No. 133. pp. 987, 997 (1985) («los acreedores futuros serán perjudicados por la seguridad y cobrarán las tasas de interés más altas para compensar cualquier posible ganancia temprana»); también ver JACKSON y KRONMAN p. 1154. (explican que la reducción de tasas cobradas por los acreedores con garantía podría exceder al aumento en las tasas de acreedor sin garantía si se reduce los costos de monitoreo en conjunto).

Incluso si no hubiera un beneficio para el crédito con garantía, las empresas probablemente no asumirían en absoluto la deuda garantizada. Hay un costo de asumir dicha deuda: deben negociarse las disposiciones del contrato y deben archivarse los patrones estandarizados²⁴³. El hecho de que veamos que el crédito con garantía es usado por un gran número de empresas es evidencia de que tiene algún beneficio. Sin embargo, explicar este beneficio no es una tarea fácil²⁴⁴. Quizás la explicación más persuasiva es que el crédito con garantía permite al prestamista supervisar la empresa²⁴⁵. Si esto es verdad, la opción en el problema de *Timbers* es si compensando al acreedor subgarantizado por el retraso generado por la insolvencia se afectaría al acreedor que está supervisando la empresa. Si negándose a darle el valor de tiempo de su garantía al acreedor garantizado se reduce el incentivo de ese acreedor para supervisar, esto disminuiría el valor del crédito con garantía. Así, las empresas podrían escoger un régimen concursal que compensa a los acreedores con garantía en sus costos de oportunidad.

La pregunta de si un acreedor garantizado reduciría el monitoreo porque no recibirá la compensación por haber sido privado de la oportunidad de excluir su garantía es difícil de contestar en abstracto. El primer incentivo del acreedor con garantía para supervisar al deudor es asegurar la preservación de su garantía. Incluso en ausencia de la promesa de pago durante el procedimiento concursal, el acreedor tendrá el incentivo de asegurar que su garantía no se dañe. Aun, al margen, la promesa de no recibir pagos hace que el valor de la garantía disminuya. Esto puede llevar a una disminución marginal en el incentivo del acreedor con garantía para efectuar la supervisión. Es más, no compensando al acreedor subgarantizado por el retraso causado por la insolvencia puede dar un incentivo a los acreedores generales para tardar la conclu-

sión de los procedimientos concursales simplemente porque tal retraso transfiere el valor del acreedor subgarantizado a ellos²⁴⁶. Todavía puede haber incentivos suficientes para concluir el procedimiento concursal tan rápido como sea posible (como el deseo de ahorrar en gastos de abogados) y reducir la amenaza de retraso.

La incertidumbre sobre la racionalidad del crédito asegurado junto a la incertidumbre de los efectos de la regla de *Timbers* sobre los beneficios del crédito con garantía (asumiendo que la explicación de la supervisión del crédito asegurado es correcta), sugiere tomar precauciones antes de asignar una regla u otra. La solución más sensata es tener un menú que permita elegir la opción de cualquiera de estas reglas. La empresa podría elegir pagar a los acreedores subgarantizados durante la insolvencia, o podría optar por la regla de *Timbers*. Esta opción está disponible para empresas que seleccionen el *Chapter 7* o el *Chapter 11*.

El otro problema a ser resuelto es la existencia del *vel non* de la excepción de la *fresh contribution* a la regla de prioridad absoluta²⁴⁷. Este problema gira en torno a si los accionistas estarían dispuestos a pagar una tasa de interés más alta por la posibilidad de no quedar fuera del cobro en el proceso de reestructuración. Los inversionistas, incluso en un procedimiento bajo los términos del *Chapter 7* en el cual la empresa es vendida por partes, siempre tendrían la oportunidad de participar en la nueva empresa sin tener en cuenta la existencia de la excepción de la *fresh contribution*. En efecto, en primer término, ellos podrían comprar la empresa o en todo caso, podrían unirse en un grupo para lograr tal finalidad²⁴⁸. En segundo lugar, si los inversionistas son quienes proporcionan el valor específico de la empresa, cualquier comprador de ésta negociaría con ellos para permanecer en la Junta²⁴⁹. El problema de la excepción de la *fresh contribution* no

²⁴³ SCHWARTZ, Alan. "A Theory of Loan Priorities", *Journal Legal Studies* No 18. pp. 209, 222 (1989).

²⁴⁴ Muchos académicos han tratado de demostrar estos beneficios. Ver BESANKO, David y Anjan V. THAKOR, "Collateral and Rationing: Sorting Equilibria in Monopolistic and Competitive Credit Markets", *INT'L ECON. REV.* No. 28. p. 671 (1987); BESTER, Helmut. "The Role of Collateral in Credit Markets with Imperfect Information", *EUR. ECON. REV.* No. 31. p. 887 (1987); BUCKLEY, F.H. "The Bankruptcy Priority Puzzle", *72 VA. L. REV.* 1393 (1986); JACKSON y SCHWARTZ, JACKSON, Thomas H. y Alan SCHWARTZ. "Vacuum of Fact or ..." *Op. cit.*; KRIPKE, Homer. "Law and Economics: Measuring the Economic Efficiency of Commercial Law in a Vacuum of Fact", *U. PA. L. REV.* No. 133. p. 929 (1985); MELNIK, Arie y Steven PLAU, "Loan Commitment Contracts, Terms of Lending, and Credit Allocation", *J. FIN.* No. 41. p. 425 (1986); SCHWARTZ, Alan. "The Continuing Puzzle of Secured Debt", *Vanderbilt Law Review* No. 37. pp. 1051 (1984); SCHWARTZ, Alan. "Security Interests and Bankruptcy Priorities: A Review of Current Theories". *Journal Legal Studies* No. 26. p. 1 (1981); SHUPACK, Paul M. "Solving the Puzzle of Secured Transactions". *Rutgera Law Review* No. 41. p. 1067 (1989); WHITE, James J. "Efficiency Justifications for Personal Property Security". *Vanderbilt Law Review* No. 37. p. 473 (1984).

²⁴⁵ PICKER, Randall C. "Security Interests..." *Op. cit.* p. 658; SCOTT Robert E., "A Relational Theory..." *Op. cit.* p. 910; ADLER, Barry. "A New Perspective on the..." *Op. cit.* p. 7.

²⁴⁶ BAIRD y JACKSON. "Corporate Reorganizations". pp. 121-25.

²⁴⁷ Ver notas a pie de página 94-112.

²⁴⁸ Si es probable que los actuales inversionistas tengan información privada con respecto al valor de la empresa, puede resultar eficiente impedirles participar en la subasta. Ver nota 177.

²⁴⁹ El tema es precisado por BAIRD y JACKSON. "Bargaining alter the Fall..." *Op. cit.* pp. 753-754.

gira en torno a si los inversionistas pueden o no participar en la empresa reestructurada; es sobre si ellos pueden forzar su participación aunque pasen por encima las objeciones de los acreedores de la empresa.

Un prestamista que intenta valorar la opción de la "fresh contribution", actualmente enfrenta dos dificultades. La primera, que sería eliminada por el sistema del menú, es simplemente determinar si la opción existe. El estado incierto actual de la ley deja a los acreedores potenciales inseguros sobre si los accionistas pueden forzar su participación en la empresa reestructurada aún en contra de la objeción de los acreedores. La segunda dificultad que la excepción de la "fresh contribution" presenta es predecir cómo será aplicada. Incluso en las jurisdicciones en la que la mencionada excepción se reconoce, el acreedor no sabrá si el juez valorará su contribución real a la empresa a algún punto cercano a la porción de la empresa que los accionistas buscan retener²⁵⁰.

Esta incertidumbre se reduciría si la empresa pudiera seleccionar la parte que el accionista desea retener, y el precio que éste tendrá que pagar si ejerce la opción. Esto haría a la excepción de la "fresh contribution" más cierta en su aplicación, haciéndola más fácil para que los acreedores puedan determinar su valor²⁵¹. Esta propuesta simplemente reconoce el hecho que la excepción de la "fresh contribution", en caso de ser necesario contemplarla, realmente sería sólo una opción para que los inversionistas puedan comprar parte de la empresa reestructurada. El menú propuesto delimita el ámbito de la opción especificando la cantidad de capital cubierto por ésta, y el precio mediante el cual la opción puede ejercerse.

Hay muchas ventajas para este esquema del menú además de permitir a las partes decidir por sí mismas el tipo de acuerdo que quieren. Contando con varias posibles selecciones, las partes pueden escoger la opción que mejor pueda ajustarse a sus necesidades mientras que al mismo tiempo evitan la necesidad de redactar sus propias estipulaciones concursales. Es más, empleando las estipulaciones estandarizadas de la ley, se hace fácil comunicar las condiciones del acuerdo a las nuevas partes que tratan con la empresa. Así, el menú ofrece una mejora sustancial que supera a la ley actual.

C. Consideraciones estratégicas

La moderna teoría de juegos ha llevado al análisis económico más allá de la noción de Coase de que las partes, si están bien informadas y los costos de transacción son bajos, siempre se alcanzará el resultado correcto²⁵². Cualquier propuesta para la creación de una regla de carácter supletorio debe tener relación con obstáculos estratégicos que impedirán a las partes tomar la opción que resulte más óptima²⁵³. Los problemas de información incompleta, información asimétrica, y la selección adversa pueden llevar a menudo a resultados ineficientes. El presente apartado examina algunos de los problemas estratégicos que pueden presentarse si la ley permite a la empresa escoger su propio esquema concursal. Estos problemas pueden presentarse en dos momentos diferentes en la formación de la empresa y cuando ésta quiere cambiar su opción del régimen concursal. Como la doctrina societaria ha reconocido, el caso para la opción de libertad de régimen concursal es más fuerte cuando la empresa lo ha incorporado al inicio, pero disminuye cuando la empresa busca enmendar su pacto existente²⁵⁴.

²⁵⁰ NIMMER, Raymond T. "Negotiated Bankruptcy Reorganization Plans: Absolute Priority and New Value Contributions", *Emory Law Review* No. 36. pp. 1009, 1043-1047 (1987) (se discute el valor del riesgo en una situación de insolvencia).

²⁵¹ Esta modificada versión de la excepción de la "fresh contribution" tiene otros buenos beneficios. Ver nota 266.

²⁵² El teorema de Coase fue esquematizado por Ronald H. Coase. Ver COASE, Ronald H. "The Problem of Social Cost", *Journal Law and Economics* No. 3. p. 1 (1960). Notables aplicaciones del teorema de Coase pueden ser vistas en POSNER, Richard. Op. cit. pp. 12-16; CARLTON, Dennis W. y Daniel R. FISCHER. "The Regulation of Insider Trading", *Stanford Law Review* No. 35. p. 857 (1983); EASTERBROOK, Frank H. y Daniel R. FISCHER. "Limited Liability and the Corporation!", *Chicago Law Review* No. 52. p. 89 (1985); EASTERBROOK, Frank H. y Daniel R. FISCHER. "Corporate Control Transactions", *Yale Law Review* No. 91. p. 698 (1982); HADDOCK, David D. y Jonathan R. MACEY. "A Coasian Model of Insider Trading", *NW. U. L. REV.* No. 80. p. 1449 (1987); HADDOCK, David D. "Property Rights in Assets and Resistance to Tender Offers", *VA. L. REV.* No. 73. p. 701 (1987); SCHWAB, Stewart. "A Coasean Experiment on Contract Presumptions", *Journal Legal Studies* No. 17. p. 237 (1988); SCHWARTZ, Alan. "Proposals for Products Liability Reform: A Theoretical Synthesis", *Yale Law Review* No. 97. p. 353 (1988).

²⁵³ AYRES, Ian y Robert GERTNER. "Filling Gaps in Incomplete..." Op. cit.; JOHNSON. "Strategic Bargaining..." Op. cit.; KATZ, Avery. "The Strategic Structure of..." Op. cit.; SCHWARTZ, Alan. "A Theory of Loan..." Op. cit.

²⁵⁴ BEBCHUK, Lucian A. "The Debate on Contractual Freedom in Corporate Law". *Columbia Law Review* No. 89. pp. 1395, 1399 (1989) («las preguntas sobre libertad contractual en el primer pacto social y en una modificatoria de éste... son diferentes y requieren un examen por separado»); BEBCHUK, Lucian A. "Limiting Contractual Freedom in Corporate Law: The Desirable Constraints on Charter Amendments". *Harvard Law Review* No. 102. pp. 1820, 1822-1829 (1989) (señala que el caso de limitar la libertad contractual fuera de las reglas obligatorias es más fuerte cuando se hacen enmiendas al pacto social); COFFEE, John C. Jr. "The Mandatory/Enabling Balance in Corporate Law: An Essay on the Judicial Role". *Columbia Law Review* No. 89. pp. 1618, 1674-1676 (1989) (sostiene que el control gerencial de la agenda, la información, y las mejoras del trato crean coerción y apatía del accionista para optar fuera de las enmiendas del pacto social); EASTERBROOK, Frank H. y Daniel R. FISCHER. "The Corporate Contract". *Columbia Law Review* No. 89. pp. 1416, 1443-1444 (1989) (anota la apatía del inversionista hacia las decisiones de la enmienda del pacto social que permite a los gerentes corporativos seguir sus propios intereses); EISENBERG, Melvin A. "The Structure of Corporation Law". *Columbia Law Review* No. 89. pp. 1461, 1473-1474 (1989) (observa que en propio interés de los gerentes, éstos pueden usar las enmiendas del pacto social para su propio provecho a expensas del poder de los accionistas); GORDON, Jeffrey N. Op. cit. pp. 1574-1575 (sostiene que las personas enteradas de la información de la sociedad tienen un incentivo para usar las enmiendas del pacto social en su propia ventaja); GILSON, Ronald J. "The Case Against Shark Repellent Amendments: Structural Limitations on the Enabling Concept". *Stanford Law Review* No. 34. p. 775 (1982).

El sistema del menú tiene que ser sensible al hecho de que las necesidades de la empresa podrían cambiar con el tiempo y que la posibilidad de formular su propio régimen concursal y enmendar su pacto social permitiría a los accionistas pasar el valor de los acreedores a ellos mismos, privando así al sistema del menú mucha de su fuerza sugestiva.

Entre los problemas que pueden presentarse cuando la empresa selecciona por primera vez una opción del menú, está el del riesgo moral como uno de los que deben analizarse. Un riesgo moral existe cuando un individuo no soporta la carga total de las consecuencias de su acción²⁵⁵. Por ejemplo, una persona con seguro médico probablemente irá al doctor cuando el costo no justifica su asistencia, una persona sin seguro no lo haría. Esto se presenta porque aquellos con seguro no cargan el total del costo de sus acciones mientras que aquellos sin seguro sí cargan con dicho costo. En la medida que algunas de las opciones en el menú presentan una especie de «seguro de reestructuración» con el que los accionistas saben que no cargarán con el total del costo de una mala decisión, se presentará un potencial problema de riesgo moral.

Este problema en el menú no es tan serio como parece. Siempre hay problemas de riesgo moral en una corporación²⁵⁶. La existencia de créditos significa que, incluso en una empresa solvente, los accionistas no cargan con todo el riesgo del fracaso de la empresa; mucho de este riesgo es asumido por los acreedores. Los accionistas, sin embargo, capturan todos los beneficios de una empresa exitosa. Así, éstos tienen un incentivo para comprometerse en la conducta más arriesgada a la que se hubieran comprometido si ellos asumieran los costos y beneficios de sus decisiones. Éste es el conflicto normal entre deuda y capital; los accionistas prefieren hacer inversiones más arriesgadas que convertirse en acreedores²⁵⁷.

La propuesta del menú, en lugar de exacerbar este problema, lo reduce. El primer punto es que muchas de las opciones concursales propuestas por el menú no afectan el problema de riesgo moral derivado de la división de titularidad entre la deuda y el capital. El problema no aumenta bajo las opciones en las cuales los accionistas perderán su inversión entera en caso que la empresa termine en un estado de insolvencia. En consecuencia, estas opciones no dan a los accionistas un derecho automático para retener un interés en la empresa después de la insolvencia. En tal sentido, el problema del riesgo moral no se incrementa.

En aquellas situaciones donde la empresa hace una elección que contiene una forma de seguro de reestructuración, el problema del riesgo moral se reduce. Este resultado parece contraintuitivo a todas luces; el seguro normalmente incrementa el problema, no lo reduce²⁵⁸. La visión importante acerca del beneficio potencial del seguro en este contexto es que el pago del seguro, como contenido del menú, no es una cantidad fija. Más bien, es un porcentaje fijo de la empresa reestructurada. Esta retención de un interés en la empresa reestructurada asegura que los inversionistas carguen el costo cuando una decisión disminuya el valor de la empresa. Debe recordarse que la amenaza a quedarse sin cobrar en una situación de insolvencia crea el problema del riesgo moral en primera instancia²⁵⁹. Manteniendo la opción de la participación, los accionistas todavía tienen algo que perder en proyectos que son demasiado arriesgados. El problema del riesgo moral es inherente a que mientras la división de la titularidad entre deuda y capital aumenta, la condición financiera de la empresa se deteriora. Cuanto peor sea la condición de la empresa, será menor lo que les queda a los inversionistas, y cuanto más sea lo que tengan, mayor será el incentivo para tomar riesgos para revertir la situación de la empresa²⁶⁰. En la medida que la opción

²⁵⁵ KREPS. Op. cit. pp. 577-579; HIGGINS, Richard S. "Products Liability Insurance, Moral Hazard, and Contributory Negligence", *Journal Legal Studies* No. 10. p. 111 (1981); KEATING, Daniel. "Pension Insurance, Bankruptcy and Moral Hazard", *Wisconsin Law Review* pp. 65, 67-68; DEERE, Donald R. "On the Potential for Private Insurers to Reduce the Inefficiencies of Moral Hazard", *INT'L REV. L. & ECON.* No. 9. pp. 219-222 (1989).

²⁵⁶ BREALEY y MYERS. Op. cit. pp. 428-29; BULOW, Jeremy I. y John B. SHOVEN. "The Bankruptcy Decision". *BELL J. ECON.* No. 9. pp. 437, 454-455 (1978); GOLBE, Devra L. "The Effects of Imminent Bankruptcy on Stockholder Risk Preferences and Behavior", *BELL J. ECON.* No. 11. pp. 321, 321-328 (1981); STIGLITZ, Joseph E. "Some Aspects of the Pure Theory of Corporate Finance: Bankruptcies and Take-Overs", *BELL J. ECON. & MGMT. SCI.* No. 3. pp. 458, 461-462 (1972); WHITE, Michelle J. "Public Policy Toward Bankruptcy: Me-First and Other Priority Rules", *BELL J. ECON.* No. 11. pp. 550, 556-557 (1980). Susan Rose-Ackerman se ocupa del problema del riesgo moral desde el punto de vista del gerente. ROSE-ACKERMAN. Op.cit. pp. 286-292.

²⁵⁷ BREALEY y MYERS. Op. cit. pp. 434-437.

²⁵⁸ PRIEST, George L. "The Current Insurance Crisis and Modern Tort Law". *Yale Law Journal* No. 96. pp. 1547-48 (1987).

²⁵⁹ BAIRD, Douglas y Thomas H. JACKSON. "Bargaining After the Fall..." Op. cit. pp. 104-109.

²⁶⁰ BREALEY y MYERS. Op. cit. pp. 428-429; BULOW, Jeremy I. y John B. SHOVEN. Op. cit. pp. 454-455; GOLBE, Devra L. Op. cit. Loc. cit.; STIGLITZ, Joseph E. Op. cit. p. 462; WHITE, Michelle J. Op. cit. pp. 556-557.

de la participación asegura al capital anterior un lugar en la nueva empresa, los accionistas asumirán algunos de los costos asociados con el fracaso. Esta selección une los intereses de los accionistas con los de los deudores. De esta manera, reduce el problema del riesgo moral que se presente cuando la condición financiera de la empresa decae a un estado crítico.

Otro problema que podría presentarse al tratar a la ley concursal como una regla de carácter dispositivo es el problema de selección adversa²⁶¹. Este problema, como el problema del riesgo moral, es prevaletante en el contexto del seguro. La selección adversa ocurre cuando la parte que elige una opción cuenta con información privada acerca de dicha opción. Por ejemplo, en el mercado de los seguros de salud, nosotros asumimos que una persona que decide contratar o no un seguro debe saber si tiene una buena o mala salud. Si las compañías aseguradoras no pudieran determinar la salud de quienes solicitan un seguro, finalmente sólo las personas enfermas contratarán dicho seguro. Aquellos con mala salud en el futuro dejarían fuera a quienes cuentan con buena salud. Una persona sana no querría meterse en el mismo seguro con una persona enferma porque estaría subvencionándose. En el lenguaje de la teoría de juegos, tendríamos equilibrios separados entre personas enfermas que compran el seguro, asumiendo que las compañías seguirán ofreciéndolo, y personas saludables que se van a retirar del seguro²⁶². Esto es verdad aunque puede ser óptimo para las personas sanas comprar un seguro.

El problema de la selección adversa no es grande en el contexto del menú concursal. Este problema potencial sólo se presenta en las opciones que proveen capital con un seguro de reestructuración. Sin embargo, hay pocas razones para sospechar que sólo empresas que asumen riesgos altos seleccionarían dicho seguro. La razón es que hay en efecto un co-pago muy grande que es requerido con un seguro de reestructuración. Los co-pagos son los pagos que el asegurado

debe hacer antes de ingresar en el seguro. Los copagos en el contexto concursal son la inversión inicial en la empresa, menos el valor de la opción de participación. Si un accionista supiera que una empresa considera una probabilidad alta de fracaso, éste no formaría parte de la misma a menos que obtenga un seguro de reestructuración.

Otra preocupación que se suscita con respecto a las reglas supletorias es el problema de la información privada. En algunas situaciones contractuales, la existencia de información privada puede llevar a los resultados ineficientes: el descubrimiento de información privada, mientras aumenta el valor global del acuerdo, disminuye el valor a la parte que la revela a la otra²⁶³. La parte que cuenta con la información privada hace una elección ineficiente para no revelar dicha información²⁶⁴. Si éste es o no un problema del contexto concursal depende de qué clase de información privada se revelaría seleccionando una de las opciones en el menú. Una parte de la información podría ser revelada si los accionistas de la empresa son neutrales al riesgo. Uno imaginaría que las empresas que seleccionan la opción del *Chapter 7* están comprendidas por accionistas neutrales al riesgo, mientras que empresas que seleccionan un régimen con opción de participación, tienen dueños adversos al riesgo²⁶⁵. El efecto de revelar al prestamista información acerca de cómo los accionistas perciben el riesgo, es incierto. Por un lado, los prestamistas pueden preferir a los prestatarios adversos al riesgo. La aversión al riesgo puede reducir la tensión causada por la separación de deuda y capital porque los adversos al riesgo probablemente se mostrarán reacios a emprender aventuras arriesgadas que pongan en peligro la inversión del accionista. Así, los prestamistas pueden estar dispuestos a ofrecerles una baja tasa de interés a los prestatarios adversos al riesgo. La más baja tasa de interés dependerá de la habilidad del inversionista para usar otras providencias contractuales para reprimir las decisiones que pongan en riesgo su inversión²⁶⁶.

²⁶¹ Un trabajo considerado clásico en el tema es el efectuado por AKERLOF, George A. "The Market for «Lemons»: Quality Uncertainty and the Market Mechanism". Q.J. ECON. No. 84. pp. 488 (1970). Una lúcida discusión sobre el problema de la selección adversa puede ser encontrado en KREPS. Op. cit. pp. 625-629.

²⁶² Un artículo clásico sobre este tema es el escrito por ROTHCHILD, Michael y Joseph STIGLITZ, "Equilibrium In Competitive Insurance Markets: An Essay on the Economics of Imperfect Information", Q.J. ECON No. 90. p. 629 (1976). Ver también PRIEST. Op. cit. pp. 1540-1546 (discute la necesidad de los aseguradores de reunir dentro de un grupo a individuos con bajo índice de riesgo para que los costos del seguro permanezcan financieramente atractivos a todos los miembros).

²⁶³ JOHNSTON. "Opting In and Opting Out..." Op. cit. pp. 325-328; JOHNSTON. "Strategic Bargaining..." Op. cit. pp. 626-639.

²⁶⁴ Por ejemplo, en un simulacro de reestructuración, las empresas saludables no estarán dispuestas a revelar que tienen buenas perspectivas. Ellos tienen un incentivo para imitar a las empresas malas, guardando los proyectos de su futuro en privado. GERTNER, Robert. "Capital Structure..." Op. cit. pp. 1-2.

²⁶⁵ Ver notas a pie de página 175-197.

²⁶⁶ KALAY, Avner. "Stockholder-Bondholder Conflict and Dividend Constraints", J. FIN. ECON. No. 11. pp. 211, 211-233 (1982); SCHWARTZ, "A Theory of..." Op. cit. pp. 216-18; SMITH, Clifford W. Jr. y Jerold B. WARNER. "On Financial Contracting: An Analysis of Bond Covenants", J. FIN. ECON. No. 7. pp. 117, 122-126 (1979).

De otro lado, la manera de revelarse a sí mismo como adverso al riesgo es seleccionando la opción de participación. Esta opción reduce el retorno del prestamista en la insolvencia, y por ello lo lleva a incrementar la tasa de interés inicial. El efecto global de revelar la aversión de riesgo es incierto. De esta manera, no parece ser un fuerte incentivo para un inversionista adverso al riesgo o para un inversionista neutral al riesgo, ocultar a qué clase pertenece. El costo del inversionista adverso al riesgo al imitar al inversionista neutral al riesgo es que pierde su seguro de reestructuración. Si el costo del seguro -que en estos casos es mayor a la tasa de interés- excede el beneficio esperado -que es la posibilidad de participar después de que la empresa entra en una situación de insolvencia- entonces el inversionista adverso al riesgo no debería contratarlo. A la inversa, el costo del inversionista neutral al riesgo de imitar al inversionista adverso al riesgo es pagado por el seguro. El único momento en que el inversionista neutral al riesgo tendría un incentivo para comprar el seguro es cuando éste tiene un costo negativo; en otros términos, cuando el costo de solicitar un préstamo con la opción de participación fuera menor que el costo de solicitar un préstamo con la opción del *Chapter 7*. Ello nos parece muy improbable.

Otra parte de la información que puede revelarse haciendo una elección de una de las opciones del menú es cuando los inversionistas de una empresa sin accionariado difundido evaden sus responsabilidades. Para entender mejor este problema, asumamos que hay dos tipos de inversionistas: los ociosos y los que trabajan bien. Los ociosos quieren pedir prestado dinero, pero no quieren invertirlo en cualquier capital específico de la empresa; planean salirse del negocio en caso de problemas y empezar otro nuevamente. En este contexto, probablemente los inversionistas pasarían mayor parte del día jugando golf que en la oficina. En cambio, los inversionistas que trabajan bien, planean hacer inversiones específicas en la empresa. Los ociosos no quieren revelar su tipo, pero los trabajadores sí lo hacen. Eligiendo la opción de la "*selective stay*" pueden revelar al potencial prestamista que son inversionistas que trabajan duro. El inversionista estaría dispuesto en confiar en el prestamista la elección sobre el sistema de insolvencia si éste ha hecho su trabajo. Seleccionando esta opción se informa al prestamista potencial que el inversionista es un buen trabajador. Escogiendo una opción diferente, sin

embargo, no se revela que el inversionista es un ocioso. Más bien, el inversionista puede ser trabajador, pero cree que el banco no distinguirá con precisión entre las pérdidas debido a evadir el trabajo y las pérdidas debido a condiciones económicas desfavorables. Así, los buenos trabajadores pueden seleccionar la opción de participación para asegurar que tendrán la oportunidad de permanecer en la empresa. Mientras un prestamista quiere distinguir entre los trabajadores y los ociosos, no hay nada en el menú concursal que sugiera que la opción seleccionada necesariamente llevará a revelar a qué tipo pertenece.

Permitir a las empresas elegir la opción del menú concursal que autorregula su régimen de insolvencia en el momento de formación tiene el sentido. No hay muchas razones para creer que los impedimentos estratégicos evitarán a las empresas en formación hacer una elección óptima.

Esto nos conduce al problema de cambiar la elección original de la empresa. Las empresas evolucionan. La mayoría de las compañías no empiezan como sociedades de accionariado difundido; la mayoría de las corporaciones grandes de hoy fueron pequeñas empresas ayer. Cualquier esquema que busque perfeccionar el valor de la empresa basado en la naturaleza de los inversionistas de ésta tiene que reconocer que el tipo de inversionista en cualquier empresa puede cambiar con el tiempo. Los propietarios gerentes adversos al riesgo de la corporación pequeña quieren, si la empresa prospera, ser reemplazados por inversionistas neutrales al riesgo. Así, las empresas necesitan un mecanismo que les permita cambiar el tipo de reestructuración a la que mejor se ajuste su realidad. Así como un sólo procedimiento concursal no es óptimo para todas las empresas, tampoco puede serlo para la misma empresa a lo largo de toda su existencia. Las empresas que cierran con llave su pacto social original y hacen su régimen concursal inmodificable, están condenadas indudablemente a resultados ineficientes²⁶⁷.

La respuesta obvia al problema de la evolución de la empresa, permitirles cambiar su opción concursal en la medida que sus necesidades cambian, no debe ser aceptada. No se puede permitir a las empresas una libertad ilimitada para enmendar su opción del menú escogida. La libertad de cambiar el pacto social corporativo privaría al menú muchos de sus beneficios. El

²⁶⁷ GORDON, Jeffrey N. "The Mandatory Structure..." Op. cit. p. 1575 (anota que las reglas obligatorias y rígidas generan costos ineficientes que son evitables con regulaciones más flexibles).

beneficio que una empresa recibe al comprometerse en una opción concursal que da menos a los accionistas *ex post* que el *Chapter 11* actual se evaporaría porque el compromiso no sería creíble. Por ejemplo, seleccionando el revisado *Chapter 7* no podría asegurarse de conseguir una baja tasa de interés. El prestamista sabría que si la empresa se encontrara con alguna dificultad financiera, los accionistas estarán interesados -y sobre todo los gerentes que temen que ellos no mantendrán sus puestos si la empresa se vendiera a terceros- en cambiar su régimen a la opción del *Chapter 11*. Los accionistas podrían asegurarse no quedar fuera en un procedimiento de insolvencia bajo el régimen de la opción del *Chapter 7*, y los gerentes evitarían que su actuación tenga que estar supervisada por los nuevos dueños. El prestamista, anticipándose a ello, cobraría como si la empresa hubiera seleccionado originalmente el *Chapter 11*. De esta manera, se perderían las ganancias del sistema del menú.

El problema, sin embargo, tiene solución. Lo que se necesita son restricciones razonables en la modificación del procedimiento para asegurar que una empresa no pueda reasignar el valor de los acreedores a los accionistas. Así, no debería haber prohibición alguna a una empresa que había originalmente acordado un régimen del *Chapter 11* para que enmiende su pacto social y permita un procedimiento bajo los términos del *Chapter 7*. Tal movimiento ofrece protección al capitalista a cambio de tasas de interés más bajas en los futuros préstamos que solicite. Tal opción evitaría la mayoría de los problemas derivados de la evolución de la empresa. El caso a favor del abandono del *Chapter 11* es aun más fuerte en el caso de una empresa de accionariado difundido²⁶⁸. En general, las empresas pequeñas tienden a evolucionar y convertirse en empresas grandes de accionariado difundido en lugar de que ocurra lo contrario. Así, la mayoría de empresas que quieren cambiar su opción de régimen concursal quieren abandonar el régimen pensado para proteger al propietario-gerente que se había escogido al inicio. Dado que el cambio de la opción del *Chapter 11* a la opción del *Chapter 7* no puede transferir la riqueza de los acreedores a los accionistas, tales enmiendas deben permitirse sin limitaciones legales.

Otros cambios en la elección del régimen concursal sí serían más problemáticos. Como se ha descrito anteriormente, una empresa no debe tener completa libertad para cambiar de un régimen del *Chapter 7* a uno del *Chapter 11*. A veces tal cambio puede ser necesario dado la variación en la naturaleza de la empresa. Por ejemplo, una empresa de accionariado difundido que se torna en una empresa cerrada por una operación de compra podría encontrar en el procedimiento de la opción del *Chapter 11* el término concursal óptimo. En esta situación, un cambio en su pacto social sólo debe ser permitido con el consentimiento de todos sus acreedores²⁶⁹. Tal consentimiento permitiría a los acreedores protegerse de la reasignación del valor de la empresa de ellos a los accionistas. Esta protección permitiría a dichos acreedores dar una tasa de interés preferente a esas empresas que seleccionan la opción del *Chapter 7*. La limitación en las modificaciones del régimen concursal permite a la empresa comprometerse de manera creíble en un régimen del *Chapter 7*.

Sin embargo, se presenta otro problema con respecto a la modificación, y radica en cómo lidiar con el deseo de una empresa de cambiar o de salirse de la opción de la *no-bankruptcy*. Aquí no se discute si la opción de la *no-bankruptcy* involucra la existencia de remedios de cobro señalados por el Estado o la estructura de la *contingent equity* propuesta. Consideremos que la primera modificación involucra un cambio de los remedios tradicionales señalados por el Estado. Deben reprimirse tales cambios de la misma manera como se debe reprimir el cambio al *Chapter 11*. La diferencia principal que se causaría por una modificación de cualquier opción concursal a la opción de la *no-bankruptcy* sería un cambio en los acreedores generales que comparten en los sistemas concursales a prorrata los recursos de la empresa en contraposición del régimen a la regla de la *no-bankruptcy* que dice que el primero que llega es el primero que cobra. El peligro potencial de permitir las modificaciones libres a este último régimen es que el cambio en la opción concursal puede efectuarse para darle preferencia a un acreedor particular. Por ejemplo, consideremos la situación en que una empresa tiene un acreedor financiero grande que no ha tomado una

²⁶⁸ Ver discusión de la sección III (C) (I).

²⁶⁹ Se podría sostener que este requisito de unanimidad crea un problema de resistencia. Tales problemas se presentan, sin embargo, sólo donde un individuo que decide qué acción tienen para tomar un incentivo y preferir su interés privado al del grupo. Por ejemplo, los tenedores de bonos tienen un incentivo para votar contra una oferta de intercambio que fuerce el pago total de un pacto aun cuando tal oferta sea beneficiosa para éstos como grupo porque permitiría a la empresa evitar la insolvencia. ROE, Mark J. "The Voting Prohibition in Bond Workouts", Yale Law Review No. 97. pp. 232, 236 (1987). Dicho problema no se manifiesta aquí porque no hay ninguna razón para pensar que el cambio al régimen del *Chapter 11* afecta el interés de los tenedores de bonos como grupo.

garantía sobre alguno de los bienes de la empresa²⁷⁰. El acreedor también mantiene la garantía personal del gerente de la empresa. Si la empresa es insolvente, el gerente tiene un incentivo para preferir a quien tiene la garantía personal en detrimento de los otros acreedores sin garantía²⁷¹. Las normas de preferencia capturarían usualmente los pagos directos hechos a tal acreedor durante el año anterior a la solicitud de insolvencia²⁷². Si la empresa fuera capaz de cambiar a la opción de la *no-bankruptcy*, el gerente podría asegurarse de que el acreedor financiero reciba primero la mayoría de los bienes de la empresa. Inmediatamente después de cambiar la opción concursal, el gerente transferiría todos los recursos de la empresa al acreedor financiero.

Hay dos maneras para que este cambio pueda prevenirse oportunamente. La primera, como en el caso del cambio a la opción del *Chapter 11*, sería requerir la aprobación de los acreedores. De hecho, pedir la aprobación de los acreedores podría ser un indicador de que la empresa está en crisis financiera, dado a que las situaciones donde la solución de la *no-bankruptcy* es eficaz tienden a ser relativamente raras²⁷³. La segunda manera de ocuparse del problema sería que, en ausencia de la aprobación del acreedor, la empresa puede cambiar su pacto social, pero tendría que esperar un período fijo de tiempo, digamos un año²⁷⁴ antes de que el cambio llegue a ser efectivo. En otros términos, la aplicación de la modificación se tardaría para asegurar que el propósito de ésta no sea preferir a un acreedor a expensas del resto.

Los inversionistas podrían modificar estratégicamente la opción de la *no-bankruptcy*, cuando esa regla es el remedio tradicional del Estado, de dos formas. La primera simplemente es quedarse con los esfuerzos de cobro del acreedor. Por ejemplo, consideremos la situación del caso de un solo acreedor de un bien individual discutida antes. En el momento que la empresa fue formada, era eficiente para la empresa incluir en su contrato de préstamo un término que renunciara a la ley concursal para asegurar al acree-

dor financiero la rápida recuperación del valor de su garantía. Dicha seguridad no sería creíble si la empresa, enfrentada con la exclusión, pudiera modificar su pacto social en la solicitud de insolvencia, y así podría ganar el uso del *automatic stay*. Por esta razón, los cambios de la *no-bankruptcy* deben requerir el consentimiento de los acreedores.

Permitir a la empresa esperar un período fijo de tiempo antes de efectuar la modificación no eliminaría este problema. Simplemente retrasaría el momento de la redistribución. De hecho, los accionistas, si se les permitiera hacer un cambio de este tipo, tendrían un incentivo para hacerlo inmediatamente después de garantizar su financiamiento. El prestamista, reconociendo este incentivo, basaría su tasa de interés en el costo que se impondría por un régimen del *Chapter 7* en lugar del costo del término de la *no-bankruptcy*. Así, el problema de hacer un compromiso creíble sólo puede resolverse requiriendo la aprobación del acreedor para cambiar de un régimen de *no-bankruptcy* a un régimen concursal.

La segunda posible manipulación por parte de los gerentes puede ser reasignar los recursos a ellos mismos, así como en el caso del cambio potencial del *Chapter 7* al *Chapter 11*. En consecuencia, por las mismas razones por las que dicho cambio debe condicionarse al consentimiento de los acreedores, debería tratarse de la misma manera el cambio de la *no-bankruptcy* al *Chapter 11*.

Consideremos una situación en la cual la empresa quiere cambiar su estructura concursal de *contingent equity*. Los cambios a una estructura de *contingent equity* deben ser limitados como cambios a la ley estatal tradicional porque el problema de preferencias que limita el cambio de un régimen concursal a las tradicionales medidas de cobro del Estado, todavía está presente cuando el cambio es a la *contingent equity*. El cambio de la *contingent equity* a un régimen concursal también es problemático. Una vez más, podría ser la ocasión para una transferencia de los

²⁷⁰ SCHWARTZ, Alan. "A Theory of..." Op. cit. p. 217 (señala que un prestamista financiero sin garantía a veces ejercen cierta influencia sobre el deudor).

²⁷¹ Ver *Ray v. City Bank & Trust Co.* (In re C-L Cartage Co.), 899 F.2d 1490, 1494 (6th Cir. 1990) (se discute sobre la validez de transferencias que benefician a ciertos acreedores); *Levit v. Ingersoll Rand Fin. Corp.*, 874 F.2d 1186, 1198 (7th Cir. 1989) (anota que los pagos a algunos acreedores sólo pueden haber estado favorecidos porque el pago redujo la exposición de *insiders*-los llamados *insiders* seleccionan qué deudas pagar primero.); NUSSBAUM, Andrew J. "Comment, Insider Preferences and the Problem of Self-Dealing Under the Bankruptcy Code", *Chicago Law Review* No. 57. pp. 603, 614 (1990) (señala que un acreedor que cuenta con una garantía de un *insider* es a menudo más efectivo que una persecución cubierta de preferencia para el pago y una manera de obtener el control indirecto sobre un deudor).

²⁷² *11 U.S.C. § 550(a)* (1988); *Ray*, 899 F.2d at 1493-95; *Levit*, 874 F.2d at 1194-96. Pero ver NUSSBAUM, Op. cit. p. 610. (anota que la mayoría de las Cortes ha negado la recuperación de los acreedores y les han exigido a los fideicomisarios que investiguen a los *insiders*).

²⁷³ Las situaciones en que la opción de la *no-bankruptcy* puede ser eficiente se señalan en las notas 211-217.

²⁷⁴ El período de un año se selecciona porque ése es actualmente el período de sospecha para las preferencias de los *insiders*. *11 U.S.C. § 547(b)(4)(B)* (1988).

deudores a los accionistas. Así, el asentimiento del acreedor debe requerirse para que se efectúe tal cambio.

El último problema de la modificación que debe ser considerado es uno involucrado con la *selective stay*. El movimiento de una *selective stay* a otra forma de régimen concursal debe requerir el consentimiento del prestamista financiero. Es la parte que podría perder potencialmente si tal modificación se hiciera oportunamente. El prestamista que negoció la oportunidad de decidir si la empresa debería seguir funcionando, sería removido de este poder por la imposición de la *automatic stay*. De igual modo, el cambio del régimen de la *selective stay* a la opción de la *no-bankruptcy* debe requerir la aprobación de todos los acreedores. El acreedor financiero podría verse perjudicado por tal cambio pues puede perder la oportunidad de decidir unilateralmente si la empresa debe o no continuar. Los otros acreedores se perjudicarían por los problemas de preferencia potenciales que se presentarían al cambiar el régimen de la *selective stay*.

La potencial modificación a la opción de la *selective stay* también requiere limitaciones legales. La libertad de modificación de una opción concursal a la opción de la *selective stay* genera la posibilidad de usar el cambio para preferir al prestamista financiero. Así, dicho cambio requeriría la aprobación del acreedor. Se aplicaría la misma fórmula para un cambio de la opción de la *no-bankruptcy* a la opción de la *selective stay*. En estas circunstancias, el miedo es que el cambio, al separar los remedios de cobro de los otros acreedores, podría generar una preferencia al prestamista financiero.

Claro, es imposible especificar qué limitaciones de antemano deben ser aplicables cuando una empresa proyecta su propio juego de providencias concursales. Esta falta de un sistema de modificación establecido, sin embargo, no es problemática. La propia empresa tendría que incluir restricciones sensatas para poder modificar el pacto social a efectos de hacer creíbles sus compromisos originales.

Estas restricciones en las modificaciones asegurarán que se lleven a cabo las ganancias potenciales del sistema del menú. Previendo las modificaciones oportunistas, el sistema asegura a los prestamistas que las providencias en que basaron su tasa de interés no serán cambiadas. Como con las opciones, estas restricciones simplemente son condiciones que los accionistas ofrecerían en la fase inicial del contrato. Los accionistas que buscan ganar el beneficio de una reducción de la tasa de interés seleccionarán cierto

tipo de ley concursal que haga que su compromiso sea creíble. Al mismo tiempo, también desearían libertad para modificar el término del contrato cuando la modificación resulte eficiente. El esquema esbozado contesta las dos preocupaciones señaladas.

El análisis anterior también responde un problema práctico con la propuesta del menú; a saber: ¿qué se debe hacer con las empresas que ya existen? Mientras el menú puede ser superior para empresas formadas después de que éste haya sido promulgado, uno puede preguntarse lo que debe hacerse con las empresas que nunca han tenido la opción de seleccionar su término concursal debido a la insistencia actual de la ley en tratar la ley concursal como una regla de carácter obligatorio. La respuesta a este problema es simple: todas las empresas actuales han contratado basándose en la asunción de que la empresa podría solicitar su insolvencia en los términos del *Chapter 11*. Dicho de otro modo, todas las empresas han sido premiadas con el seguro de reestructuración. Cualquier legislación que prohíba el acceso al régimen del *Chapter 11* sería, en el corto plazo, simplemente una transferencia de riqueza a los acreedores de la empresa. Así, todas las empresas existentes deben tener libertad para seleccionar la opción del *Chapter 11*. Específicamente, ellos deben juzgarse por haber seleccionado la regla de *Timbers* actual que niega que el retraso cuesta a los acreedores no asegurados. Es más, ellos también deben juzgarse por haber rechazado la opción de la *fresh contribution* modificada sugerida por este artículo. Desde que no existió, y desde que es muy incierto que haya cualquier excepción de la *fresh contribution* hoy en día, la solución práctica es juzgar a las empresas actuales por haber seleccionado la versión del *no contribution* del *Chapter 11*. Si una empresa está dispuesta a elegir una opción diferente, deberá seguir los procedimientos de modificación detallados anteriormente.

IV. CONCLUSIÓN

Muchos estudiosos del Derecho Concursal han fracasado al no percatarse que la ley concursal realmente es parte del contrato. Los procedimientos de reestructuración ofrecidos por la ley concursal federal simplemente son un término en el contrato, un término totalmente contingente entre una empresa y cada uno de sus acreedores. Cuando el enfoque cambia de una empresa en problemas hacia un contrato que la empresa ofrecería a aquellos que deciden extender o no un crédito a la empresa en primera instancia, muchas de nuestras concepciones previamente sostenidas sobre la naturaleza de cambio de la insolvencia, resultan bue-

nas. Un cambio prominente es la asunción que la disponibilidad de *Chapter 11* es una regla obligatoria. Un mundo con un menú de opciones concursales

es, ciertamente, un mundo bueno, y de hecho puede ser un mundo bastante mejor que el mundo como el que hoy existe.
