



FACULTAD DE DERECHO

**ANÁLISIS COMPARADO DE LAS FUENTES DE  
FINANCIACIÓN POSTCONCURSAL EN ESPAÑA Y EN LOS  
ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA**

Jorge Vidri Salgado

5º, E3, C

Derecho Mercantil, Derecho Concursal

María Inés Fernández Fernández

Madrid  
Junio, 2017



## ÍNDICE

1. INTRODUCCIÓN .....	5
1.1. Propósito de la investigación.....	5
1.2. Justificación del tema .....	6
1.3. Estructura del trabajo de fin de grado .....	7
1.4 Metodología .....	7
2. LA DIFICULTAD DE LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS PARA OBTENER FINANCIACIÓN TRAS EL CONCURSO DE ACREEDORES .....	9
2.1. La diferencia de funciones del concurso de acreedores en el Derecho concursal español y el Derecho concursal norteamericano .....	9
2.2. La posición de los principales organismos internacionales frente a la financiación postconcurzal.....	12
2.2.1. La posición del Banco Mundial.....	13
2.2.2. La posición del Fondo Monetario Internacional .....	13
2.2.3. La posición de la Comisión de las Naciones Unidas para el Derecho Mercantil Internacional.....	15
3. LA FINANCIACIÓN POSTCONCURSAL EN EL DERECHO ESTADOUNIDENSE .....	17
3.1. Marco normativo general .....	17
3.2. El debtor-in-possession financing del artículo 364 del Bankruptcy Code .....	17
3.2.1. Clasificación del DIP en función de la preferencia de pago.....	18
3.2.2. Clasificación del DIP en función del objetivo perseguido .....	19
3.3. El cash-collateral del artículo 363 del Bankruptcy Code .....	20
4. LA FINANCIACIÓN POSTCONCURSAL EN EL DERECHO ESPAÑOL.....	22
4.1. La regulación de la financiación postconcurzal en la Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal .....	23
4.2. La regulación de la financiación postconcurzal en la Ley 38/2011, de 10 de octubre, de reforma de la Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal .....	25
4.2.1. El fresh money postconcurzal .....	25
4.2.2. El mercado de deuda concursal .....	27
5. CONCLUSIONES .....	31
6. BIBLIOGRAFÍA.....	35

## **RESUMEN**

La dificultad de acceso a la financiación postconcurzal es uno de los principales retos a los cuales se enfrentan las empresas patrias que han sido capaces de sobreponerse a una situación de concurso de acreedores.

La ausencia en el Derecho concursal español de un sistema de fuentes estables de financiación postconcurzal, algo contrario a lo recomendado por los principales organismos mercantiles internacionales y a lo previsto por la legislación concursal de numerosos países de su entorno, termina por producir la desaparición de muchas compañías que no son capaces de obtener capital para continuar desarrollando su actividad una vez han vencido el escenario de insolvencia. No obstante, la normativa concursal nacional ha introducido, tras sus últimas reformas, un conjunto de incentivos a la mencionada financiación postconcurzal, que aportan esperanza hacia el futuro establecimiento de vías permanentes de consecución de la referida financiación.

En el extremo contrario se encuentra el Derecho concursal estadounidense, que sí contiene fuentes estables de obtención de financiación postconcurzal, algo que proviene fundamentalmente de la función conservativa que este ordenamiento otorga al concurso de acreedores (tendente a la conservación de la empresa en posición de crisis económica), frente a la función conservativa asignada por la ley española (orientada a la satisfacción de los intereses de los acreedores afectados por el concurso).

Palabras clave: financiación postconcurzal, fuentes estables de financiación postconcurzal, incentivos a la financiación postconcurzal.

## **ABSTRACT**

Spanish companies that have managed to overcome bankruptcy face tremendous difficulties when looking for post-receivership financing. Not only do they need to figure out a way to live after the declaration of receivership but also need to be in the lookout for funding.

While other countries have regulated more extensively the issue regarding post-receivership financing, the Spanish Bankruptcy Law system lacks any legislation listing mechanisms and stable sources of post-insolvency financing. Not being able to attain enough financing to continue or resume with their activity, most Spanish companies have to dissolve the corporation once they have overcome the insolvency scenario. Nonetheless, Spanish Bankruptcy Law has introduced thorough its last reforms a set of

incentives to the aforementioned post-bankruptcy financing that raise hope for the establishment of effective post-receivership financing institutions.

On the other hand, we find the United States Bankruptcy Law which does contain stable sources for obtaining post-insolvency funding, derived from the continuity function that defined the arrangement with creditors in this country (tending to preserve the company in a position of economic crisis). Contrary to the US law, Spanish law defines the arrangement around the conservative function of the company (aimed at meeting the interests of creditors affected by the competition).

Key words: post-receivership financing, stable sources of post-receivership financing, incentives for post-receivership financing.

## **SIGLAS Y ABREVIATURAS UTILIZADAS**

BM – Banco Mundial

DIP – debtor-in-possession financing

FMI – Fondo Monetario Internacional

LC – Ley Concursal

UNCITRAL – Comisión de las Naciones Unidas para el Derecho Mercantil Internacional

U.S. – United States

# **1. INTRODUCCIÓN**

## **1.1. Propósito de la investigación**

El presente trabajo de fin de grado tiene como propósito principal analizar las fuentes de financiación postconcurzal que prevén las legislaciones concursales de España y de los Estados Unidos de América. De este modo, partiendo de los textos legales que contienen la normativa relativa al Derecho concursal en ambos ordenamientos, así como del apoyo de las concreciones jurisprudenciales y de los comentarios doctrinales realizados por los profesionales de ambos sistemas en esta materia, se tratará de realizar un análisis comparado de los mecanismos de financiación postconcurzal de los cuales pueden disponer las empresas españolas y estadounidenses que superen una situación de concurso de acreedores para continuar desarrollando su actividad.

Esta visión legal se complementará, con la finalidad de ofrecer una visión lo más transversal posible del asunto objeto de análisis en el presente trabajo, con la posición fijada por los principales organismos mercantiles supranacionales (séase el Banco Mundial, el Fondo Monetario Internacional y la Comisión de las Naciones Unidas para el Derecho Mercantil Internacional) en relación al acceso a la financiación de corporaciones que hayan sido capaces de sobreponerse a un escenario concursal. Así, como se desarrollará detalladamente con posterioridad, estas instituciones ofrecen una serie de recomendaciones voluntarias a los responsables del poder legislativo nacional, enfocadas a la maximización de las vías de obtención de financiación postconcurzal (predominando pues la función conservativa de la empresa en situación de riesgo para que esta pueda seguir ejerciendo su actividad frente a la función solutoria, en virtud de la cual correspondería una priorización de la satisfacción de los intereses de los acreedores afectados por el concurso en contraposición de la mencionada conservación de la firma), orientadas todas ellas al fin último de minimizar la desaparición de sociedades existentes.

Por último, se debe mencionar que el Derecho concursal español ha sido una materia sometida a grandes reformas en la última década, coincidiendo además este periodo de modificaciones con la mayor crisis económica desde la segunda mitad del siglo XX y con los mayores índices de insolvencia de empresas desde entonces, por lo que a la hora de analizar la financiación postconcurzal en la legislación patria se estudiarán los diferentes episodios que esta normativa ha atravesado, para ofrecer un panorama completo de su evolución tanto positiva como negativa de cara a lograr los fines perseguidos.

## **1.2. Justificación del tema**

España ha sido uno de los países más afectados por la crisis económica global que se inició en el año 2007 y que sacudió, no solo a la gran mayoría de los estados del planeta, sino también a prácticamente todos los sectores de actividad dentro de estos. De esta manera, la mencionada crisis trajo consigo una agravación muy significativa de las condiciones financieras del tejido empresarial mundial, que terminó por avocar a muchas compañías a una situación de insolvencia y, por lo tanto, a la correspondiente solicitud del concurso de acreedores. Así, y en el caso concreto del país hispano, el número de estas solicitudes de concurso se disparó desde ese año (coincidiendo además en el tiempo con la primera gran reforma de la normativa concursal nacional), y con ello aumento enormemente la desaparición final de muchas firmas que no eran capaces de sobreponerse a la misma.

Sin embargo, en determinadas ocasiones, algunas compañías eran capaces de superar esta situación de concurso de acreedores y se presentaban de nuevo ante la oportunidad de continuar desempeñando sus tareas de forma corriente. No obstante, y a pesar de haber vencido el ya complicado escenario concursal, estas corporaciones se enfrentaban en nuestro país a una dificultad del mismo grado que la anterior: lograr nueva financiación con la cual poder desarrollar su ocupación. La inexistencia de fuentes estables de financiación postconcursal en el Derecho concursal español, en contra de la recomendación de los principales organismos internacionales y opuesto a muchos derechos de su entorno, ha terminado por provocar que incluso aquellas firmas con la viabilidad económica suficiente para salvar el concurso acaben por desaparecer ante la imposibilidad de recabar nuevos fondos con los cuales sufragar sus labores diarias. Este panorama continúa en la actualidad en España, en el cual se produce la desaparición de más de quinientas empresas al día, muchas de ellas por la incapacidad de captar capital tras contar en su expediente con un antecedente concursal.

Ante esta situación, se acrecientan las opiniones doctrinales que abogan por un cambio en la regulación concursal española para adaptarla a las necesidades cambiantes del entorno mercantil, que a día de hoy demandan una formalización de las fuentes de financiación para escenarios postconcursoales con las cuales esta no cuenta en la actualidad, convirtiendo este asunto en un tema de enorme actualidad y digno de estudio.



### **1.3. Estructura del trabajo de fin de grado**

Este trabajo de fin de grado se compone de cuatro secciones principales que se encuentran claramente diferenciadas entre sí y a través de las cuales se pretende ofrecer una perspectiva integral y completa de la financiación postconcurzal: presentación del problema de la financiación postconcurzal en España y posición de los principales organismos internacionales ante este asunto (apartado 2); financiación postconcurzal en el Derecho concursal estadounidense (apartado 3); financiación postconcurzal en el Derecho concursal español (apartado 4); y conclusiones (apartado 5).

En el primero de los apartados, se define inicialmente la magnitud del problema de la financiación postconcurzal en España, así como la diferencia de funciones que el derecho español y el estadounidense confieren a la institución del concurso de acreedores. Adicionalmente, se aportan cifras representativas y actuales relativas a los concursos de acreedores en este país, que concretan la situación vigente. En segundo lugar, se define la postura de las entidades más representativas mundialmente en materia mercantil frente al asunto analizado.

En la segunda parte, se recogen de forma detallada los mecanismos de financiación postconcurzal que prevé la normativa concursal americana. Así, se analizan detenidamente las figuras del *debtor-in-possession (DIP) financing* (artículo 364 del *Bankruptcy Code*) y del *Cash-Collateral* (artículo 363 del *Bankruptcy Code*).

En la tercera sección, se estudia cómo han evolucionado las fuentes de financiación postconcurzal en el Derecho concursal español, con especial hincapié en la situación de las mismas tras la Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal y su posterior reforma por la Ley 38/2011, de 10 de octubre, de reforma de la Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal. Igualmente, se incide en el *fresh money* postconcurzal y el mercado de deuda postconcurzal surgido a raíz de esta última revisión del año 2011.

Por último, en el cuarto capítulo, se detallan las principales similitudes y diferencias entre ambas legislaciones, así como las consecuencias de las mismas.

### **1.4 Metodología**

Con la finalidad de ofrecer al lector un punto de vista completo acerca del análisis comparado de la financiación postconcurzal en el Derecho concursal español y estadounidense, se han utilizado para la elaboración del presente trabajo de fin de grado fuentes de muy diversa naturaleza.

Por un lado, se han consultado tanto fuentes normativas puras como sentencias de los tribunales de ambos países y comentarios y aclaraciones realizadas por los estudiosos de ambos ordenamientos. De esta forma, se consigue exponer con exactitud la finalidad perseguida por el legislador al elaborar el marco normativo inicial al que se somete la materia objeto de estudio, e igualmente las concreciones que la evolución de la sociedad y de las relaciones entre sus miembros requieren de dicha regulación original para adaptarse al entorno cambiante en el cual deben ser aplicadas las normas prefijadas.

Por otro lado, se ha consultado la opinión, con respecto al asunto examinado, de organismos que ofrecen una perspectiva que escapa del prisma puro del derecho y que recoge también el plano económico, algo especialmente importante al tratarse el Derecho concursal de una regulación que influye directamente y con gran impacto en el tejido empresarial de un país y, por lo tanto, en su producción. De esta manera, se consigue complementar el carácter eminentemente jurídico del trabajo realizado con un conjunto de pareceres y datos de carácter macroeconómico de necesario conocimiento para poder formar una opinión personal coherente sobre el asunto tratado.

Así, mediante el estudio de los diferentes documentos descritos en los párrafos precedentes se ha perseguido reflejar de la manera más integral posible la situación actual de la financiación postconcursal en España y en los Estados Unidos de América.

## **2. LA DIFICULTAD DE LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS PARA OBTENER FINANCIACIÓN TRAS EL CONCURSO DE ACREEDORES**

### **2.1. La diferencia de funciones del concurso de acreedores en el Derecho concursal español y el Derecho concursal norteamericano**

Es un hecho probado y conocido por todos que la gran mayoría de las empresas requieren, en algún momento a lo largo de su existencia, de financiación externa para desempeñar su actividad. Si bien con anterioridad a la crisis económica que comenzó a padecer el mundo en el año 2007 recurrir a esta financiación era una opción para muchos negocios, con las graves consecuencias que trajo esta (especialmente en países como el nuestro, en el cual los efectos de la mencionada crisis siguen causando estragos en las compañías patrias a día de hoy, como refleja el número de ellas que se han visto obligadas a suprimir su actividad a lo largo de este año 2016 -27.357 firmas de acuerdo con datos del Colegio de Registradores de la Propiedad, Bienes Muebles y Mercantiles de España<sup>1</sup>-) se convirtió en una obligación para la persistencia de numerosas compañías.

No obstante, la mencionada crisis no solo afectó a los negocios de los sectores más tradicionales, sino que igualmente perjudicó a la industria bancaria, principal concesionaria de créditos en España. La consecuencia más directa de esto fue el recorte de la financiación al tejido empresarial, que unido al descenso del consumo propio de esta etapa, provocó la ausencia en las corporaciones de fondos suficientes para satisfacer sus deudas y la consiguiente necesidad de declararse en concurso de acreedores. En este punto nos encontramos con la diferente función con la cual está planteado el concurso de acreedores en el sistema español y en el sistema norteamericano.

El Derecho concursal español se concibe, en especial tras la última reforma de la legislación reguladora de esta materia, como un proceso con una función solutoria, esto es, orientado a la satisfacción más eficiente posible de los intereses de los acreedores afectados por la declaración de concurso. Esta reparación eficaz de intereses como objetivo primordial avoca a que en la actualidad se valore tanto el convenio como la liquidación como posibles instrumentos de solución de la situación de ausencia de cobro de los afectados.

---

<sup>1</sup> Colegio de Registradores de la Propiedad, Bienes Muebles y Mercantiles de España, “Estadística Mercantil: Ejercicio 2016”, p.30. [http://www.registradores.org/wp-content/estadisticas/mercantil/estadistica%20mercantil/Estadistica\\_Mercantil\\_2016.pdf](http://www.registradores.org/wp-content/estadisticas/mercantil/estadistica%20mercantil/Estadistica_Mercantil_2016.pdf) (última consulta 01/06/2017).

No obstante, la contemplación de estos dos mecanismos no siempre fue así, puesto que inicialmente únicamente se contemplaba la liquidación de la empresa, dejándose la conservación de la misma como un aspecto a desenvolverse en el ámbito de la autonomía privada y altamente residual<sup>2</sup>. Sin embargo, a partir del siglo XIX comenzó a contemplarse la posibilidad de introducir la función conservativa de la empresa dentro de las legislaciones concursales, aunque siempre como objetivo subordinado al esencial, siendo este la reparación de los intereses de los acreedores. Esta perspectiva terminó de completarse en la segunda mitad del siglo XX, con la inclusión en la ley de los primeros sistemas de continuación de la actividad económica de las corporaciones<sup>3</sup>. Complementariamente, a día de hoy, la propia Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal, prima el convenio sobre la liquidación, terminando de confirmar este cambio de tendencia.

Sin embargo, esta predilección por el convenio no refleja la realidad de la terminación de los concursos de acreedores en nuestro país. Así lo demuestran los datos estadísticos recogidos por el Colegio de Registradores de la Propiedad, Bienes Muebles y Mercantiles de España para los concursos del ejercicio 2014, que reflejan como el 92,47% de las sociedades que iniciaron la fase sucesiva lo hicieron para liquidarse<sup>4</sup>. Este porcentaje refleja la función solutoria principal del concurso de acreedores tal y como lo prevé la ley referenciada en el párrafo inmediatamente precedente.

A pesar de las figuras poco alentadoras en cuanto a la pervivencia de empresas tras superar una situación de concurso de acreedores se refiere, nos encontramos con algunos casos en los cuales esta subsistencia sí se produce. Pero de nuevo, en cuantiosas ocasiones, estos mismos negocios vuelven a enfrentarse a la situación que motivó la solicitud inicial del proceso de refinanciación: la ausencia de fondos para continuar con su actividad y la dificultad para recaudarlos. En adición, en estos supuestos la posición de la compañía es aún más comprometida, al contar en su historial financiero con un antecedente de concurso y no prever la legislación concursal un método específico para

---

<sup>2</sup> Pulgar Ezquerro, J., *La reforma del Derecho concursal comparado y español (Los nuevos institutos concursales y reorganizativos)*. Cívitas, Madrid, 1994, pp.26 y ss.

<sup>3</sup> Bisbal Méndez, J., *La empresa en crisis y el derecho de quiebras (Una aproximación económica y jurídica a los procedimientos de conservación de empresas)*. Real Colegio de España, Bolonia, 1986, pp.179 y ss.

<sup>4</sup> Dr. Van Hemmen Almazor, E., “Estadística concursal: Anuario 2014”, p.36. [http://www.registradores.org/wp-content/estadisticas/mercantil/concursal/Anuario\\_Concursal\\_2014.pdf](http://www.registradores.org/wp-content/estadisticas/mercantil/concursal/Anuario_Concursal_2014.pdf) (última consulta 01/06/2017).

la obtención de recursos económicos una vez superado este con éxito (lo que constituirá el objeto fundamental del presente trabajo de fin de grado).

Manteniendo una función radicalmente contraria a la propuesta por el Derecho concursal español se encuentra el Derecho concursal norteamericano. Este sistema se basa en el *fresh start*, expresión acuñada en dicho territorio y que podría traducirse como “nuevo comienzo”. Esta refleja la función conservativa de la empresa declarada en concurso de acreedores que prima en el proceso americano de resolución de situaciones de quiebra, en el cual existe un trato más favorable para el deudor sumido en la comentada situación.

Accesoriamente, se debe recoger igualmente que no solo se protege la situación económica del deudor, sino que también se guarda su reputación a nivel mercantil, evitándose cualquier tipo de estigmatización social<sup>5</sup>. No obstante, esta salvaguarda del nombre empresarial únicamente se prevé para personas físicas, y no para personas jurídicas, estando más relacionada pues con la posibilidad de emprender una nueva actividad tras haber fracasado en la anterior que con la propia función conservativa del concurso<sup>6</sup>.

Para concretar aún más la función conservativa predominante en la regulación norteamericana se puede acudir al *U.S. Code: Title 11 – Bankruptcy, Chapter 11 – Reorganization*, en el cual se enuncia la filosofía de *second chance* (o segunda oportunidad en nuestro idioma, figura que podría asociarse en el Derecho concursal español con la condonación de deudas pendientes en el concurso de personas físicas<sup>7</sup>). Esta mentalidad consiste, de manera genérica, en el ofrecimiento de incentivos estables para la concesión de fondos a corporaciones que se encuentren en una situación de concurso de acreedores, basados estos esencialmente en el mantenimiento del flujo normal de recuperación del crédito concedido sin pasar a formar parte de la masa pasiva del concurso de acreedores (no obstante, este concepto y su regulación serán objeto de un estudio más detallado en apartados posteriores), y termina de confirmar la preferencia por el mantenimiento de las corporaciones en situación de dificultades que gobierna la legislación estadounidense.

---

<sup>5</sup> Álvarez Rubio, J., “Algunas reflexiones en torno a la reforma del “fresh start” del consumidor en USA”, *Anuario de Derecho Concursal*, núm. 14, 2008, pp.233–259.

<sup>6</sup> Pulgar Ezquerro, J., “Refinanciaciones de deuda, emprendedores y segunda oportunidad (1)”, *Diario La Ley*, núm. 8142, 2013, pp.1-19.

<sup>7</sup> Serrano de Nicolás, A., “Segunda oportunidad para las personas naturales no empresarios: cuestiones problemáticas en su tramitación”, *Revista CESCO de Derecho de Consumo*, núm. 18, 2016, pp.33-50.

Frente a institutos como el descrito en el párrafo previo, la Ley Concursal patria prevé, a grandes rasgos, un sistema de incentivación basado en la clasificación crediticia de los recursos concedidos al enfrentarse a un eventual escenario concursal. De esta manera, grosso modo, el sistema nacional confiere la condición de prededucibles a los créditos concedidos para sufragar el plan de viabilidad (recogido en el artículo 100.5 LC) así como otros préstamos otorgados tras la aprobación judicial del convenio en caso de enfrentarse el acreedor a una eventual liquidación.

Adicionalmente, como puede apreciarse a simple vista, y se explicará con mayor detalle a continuación, ambas legislaciones distan entre sí de forma muy significativa, siendo la española la más alejada con respecto a las recomendaciones de las principales instituciones mercantiles supranacionales (el Banco Mundial, el Fondo Monetario Internacional y Comisión de las Naciones Unidas para el Derecho Mercantil Internacional) en materia de quiebras.

## **2.2. La posición de los principales organismos internacionales frente a la financiación postconcursal**

Los principales organismos internacionales que se han pronunciado en cuanto a la cuestión de la financiación postconcursal se refiere han sido el Banco Mundial (en adelante, el Banco Mundial o BM indistintamente), el Fondo Monetario Internacional (avante, el Fondo Monetario Internacional o FMI indiferentemente) y la Comisión de las Naciones Unidas para el Derecho Mercantil Internacional (UNCITRAL de acuerdo con sus siglas en inglés; en adelante la Comisión de las Naciones Unidas para el Derecho Mercantil Internacional o UNCITRAL indistintamente).

Si bien cada uno de ellos presenta un sistema con determinados matices propios, todas estas instituciones coinciden en la necesidad de elaborar un mecanismo eficaz y ordenado de financiación postconcursal. Igualmente, reconocen la obligación de establecer un procedimiento que confiera a la empresa en situación de concurso la facultad necesaria para concluir acuerdos de financiación ante un escenario como este, así como la creación de incentivos (ya sea mediante prioridades o a través de garantías) para que los acreedores encuentren algún atractivo en la concesión de nuevos fondos a los negocios mermados. No obstante, en lo que sí coinciden de forma rotunda todas las organizaciones es en la necesidad de establecer un sistema de fuentes estables de financiación postconcursal para alcanzar el idílico sistema eficaz y ordenado (introducido varias frases atrás).

### **2.2.1. La posición del Banco Mundial**

La posición del BM con respecto a esta cuestión aparece reflejada en su estudio *The World Bank principles and guidelines for effective insolvency and creditor rights systems*<sup>8</sup>, elaborado en el año 2001. En este ensayo, esta institución analiza la insolvencia desde una perspectiva general, puesto que incluye una visión no solo jurídica sino también económica de la misma, además de numerosas referencias al marco legal existente (especialmente en lo relativo a los propósitos y finalidades de este). Gracias a todo lo anterior se ha convertido en un documento de referencia en cuanto a la necesidad de elaborar una regulación uniforme, así como en un centro de recomendaciones políticas prácticas para alcanzar los objetivos que propone<sup>9</sup>.

Una de las conclusiones principales a las que llega el BM en su investigación es la necesidad de establecer, de forma regulada en la ley pertinente, un sistema de financiación postconcurzal. Esta deducción es el resultado de apreciar como el contratiempo fundamental al que se enfrentan muchas corporaciones en sede concursal es la ausencia de fondos con los cuales continuar la operatividad de su negocio, e igualmente la falta de vías para obtenerlos.

Ante esta apreciación, la prescripción sugerida por el Banco Mundial a los responsables locales para alcanzar esta situación idónea pasa por dos mecanismos diferenciados: por un lado, facultar a las firmas a hacer uso de los recursos económicos ya existentes; o por otro lado, habilitarlas a conseguir nueva financiación con mayores privilegios o garantías para los potenciales acreedores. En cualquier caso, el BM no propone una desprotección absoluta de los fiadores ya existentes, sino que sugiere el criterio judicial como mecanismo para confirmar que el nuevo plan de financiación presenta un mejor interés para estos y no desfavorece a ninguno de los directamente afectados.

### **2.2.2. La posición del Fondo Monetario Internacional**

La cuestión de la financiación postconcurzal es analizada por el FMI en su publicación *Orderly and Effective Insolvency Legislation*<sup>10</sup>, elaborada en 1999. A lo largo del mencionado escrito, este organismo sintetiza los principios que informan el mínimo

---

<sup>8</sup> World Bank, “The World Bank principles and guidelines for effective insolvency and creditor rights systems (brief)”, <http://www.worldbank.org/en/topic/financialsector/brief/the-world-bank-principles-for-effective-insolvency-and-creditor-rights> (última consulta 31/03/2017).

<sup>9</sup> Olivencia Ruiz, M., *La terminología jurídica de la reforma concursal*, Iustel, Madrid, 2006, p.140.

<sup>10</sup> International Monetary Fund, “Orderly and Effective Insolvency Legislation (brief)”, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/orderly/> (última consulta 31/03/2017).

común denominador del marco normativo del derecho de quiebras en los países más avanzados. En adición, el FMI determina las que para él son las principales finalidades del Derecho concursal: la principal consiste en el reparto de riesgos entre todos los participantes en una economía de mercado, asignación que deberá ser predecible, ecuánime y clara; y la subsidiaria radica en la protección y la maximización del beneficio tanto para todos los agentes involucrados como para la economía en general.

A lo largo del escrito, esta institución alaba la necesidad de crear y aplicar un procedimiento eficaz (siendo este aquel que incluye un mecanismo de concesión de créditos en sede concursal estable y conocido de antemano por todas las partes involucradas) y ordenado (consistido este en un sistema que proteja los derechos de deudores y acreedores) de cara a resolver los problemas de liquidez a los que se enfrentan numerosas compañías una vez superado el escenario concursal.

Tras analizar las diversas maneras que ofrecen algunas legislaciones mundiales para incentivar la concesión de financiación postconcursal, tales como la concesión de privilegios de cobro (hasta tres niveles dependiendo del marco normativo examinado) o de garantías adicionales (con independencia de que se trate de bienes gravados o no previamente) sobre los nuevos créditos, el FMI termina su informe apuntando a la imperiosa necesidad de conceder al deudor la capacidad requerida para conceder a estos nuevos préstamos dichos privilegios o garantías.

No obstante, y si bien este documento agrupa un conjunto de recomendaciones de naturaleza muy diversa, citando a Manuel Olivencia Ruiz se puede sentenciar que únicamente se limita a ofrecer a los legisladores nacionales un modelo de regulación legal, que cada destinatario es libre de adoptar o no, y, en su caso, de adaptar o no a su propio Derecho<sup>11</sup>. Así pues, y siguiendo al mismo autor, más que de una ley modelo se trata de un modelo de ley, que tiene la autoridad que le confiere el organismo formulador y cuyo éxito depende de la medida en que sea adoptada por las legislaciones nacionales<sup>12</sup>.

---

<sup>11</sup> Olivencia Ruiz, M., *La terminología jurídica de la reforma concursal*, Iustel, Madrid, 2006, p.129.

<sup>12</sup> Ídem.



### ***2.2.3. La posición de la Comisión de las Naciones Unidas para el Derecho Mercantil Internacional***

Finalmente, la opinión de la UNCITRAL en cuanto a la financiación postconcurzal se refiere queda plasmada en su Guía Legislativa sobre el Régimen de la Insolvencia<sup>13</sup>, ratificada en el año 2004. Este documento, en su propia introducción, recoge que el objetivo del mismo es contribuir a la creación de un marco jurídico eficaz y eficiente para regular la situación de los deudores que tengan dificultades financieras [...] se pretende, por una parte, abordar la necesidad de resolver con la mayor rapidez y eficiencia posibles las dificultades financieras del deudor y, por otra parte, tener en cuenta los intereses de las diversas partes directamente afectadas por esas dificultades financieras [...]<sup>14</sup>. Para ello, este organismo analiza primeramente los diferentes marcos legales existentes en cuanto a materia de quiebras se refiere, y a continuación enuncia un conjunto de sugerencias para alcanzar la situación ideal (de acuerdo a sus convicciones). En este sentido, se debe resaltar que este organismo no formula soluciones unitarias, si no que consagra diversas perspectivas, las cuales los destinatarios de la guía pueden valorar escogiendo aquella que les resulte más adecuada. Adicionalmente, esta puede ser adoptada de forma literal o adaptada al ordenamiento jurídico pretendido<sup>15</sup>.

En este sentido, la recomendación fundamental de la UNCITRAL pasa por capacitar al negocio en situación concursal a continuar desempeñando su actividad con posterioridad al inicio del procedimiento. No obstante, reconoce igualmente que, para que esto sea posible, es necesaria la existencia de un sistema de fuentes estables de financiación postconcurzal, al requerir la compañía de fondos con los que sufragar los gastos corrientes de sus procesos operativos. Adicionalmente, esta debe contener un régimen especial de privilegios o garantías con los cuales incentivar a potenciales acreedores a conceder créditos adicionales (pudiendo ser estos tanto fiadores ya existentes que pretendan asegurar el cobro de sus préstamos previos y obtener un ingreso adicional a través de la nueva financiación otorgada, como acreedores noveles que deseen un rendimiento superior al estándar de mercado).

---

<sup>13</sup> UNCITRAL, “Guía Legislativa sobre el Régimen de la Insolvencia (resumen)”, [http://www.uncitral.org/uncitral/es/uncitral\\_texts/insolvency/2004Guide.html](http://www.uncitral.org/uncitral/es/uncitral_texts/insolvency/2004Guide.html) (última consulta 31/03/2017).

<sup>14</sup> UNCITRAL, “Guía Legislativa sobre el Régimen de la Insolvencia”, [https://www.uncitral.org/pdf/spanish/texts/insolven/05-80725\\_Ebook.pdf](https://www.uncitral.org/pdf/spanish/texts/insolven/05-80725_Ebook.pdf) p.1. (última consulta 31/03/2017).

<sup>15</sup> Olivencia Ruiz, M., *La terminología jurídica de la reforma concursal*, Iustel, Madrid, 2006, p.134.

A modo de conclusión del presente apartado, y en favor del legislador español, se debe resaltar que la LC ha sido objeto de constantes modificaciones en la última década, de cara a lograr una adaptación cada vez mayor a las nuevas necesidades de las empresas. Así, se pueden apreciar avances considerables entre la regulación del año 2003 y la del año 2011 que, si bien no constituyen un paso agigantado hacia un sistema altamente favorecedor de la concesión de nuevos créditos en situaciones postconcursoales, si una primera mejora necesaria sobre la situación inicial.

### 3. LA FINANCIACIÓN POSTCONCURSAL EN EL DERECHO ESTADOUNIDENSE

#### 3.1. Marco normativo general

La regulación norteamericana en cuanto al derecho de quiebras se refiere se recoge, tal y como se ha adelantado preliminarmente, en *U.S. Code: Title 11 – Bankruptcy*. Este incorpora, desde el año 1978, dos mecanismos estables de financiación postconcurzal: el conocido como *debtor-in-possession financing* o *DIP* (artículo 364 del *Bankruptcy Code*)<sup>16</sup> y el apodado *cash-collateral* (artículo 363 del *Bankruptcy Code*)<sup>17</sup>. Ambas vías de obtención de crédito posibilitan a los negocios locales solucionar sus problemas de falta de liquidez u inversión tras superar una situación de concurso.

El sistema enunciado en el párrafo previo se sostiene sobre la autonomía de voluntad de las partes, a las cuales se les confiere la facultad de pactar la financiación en la forma y con las garantías que deseen<sup>18</sup>. Adicionalmente, y lo que es más importante, el marco normativo vigente en el país estadounidense habilita a los intervinientes a concretar el crédito en situación concursal. Esto implica que los empréstitos acordados pueden revestir la máxima prioridad, incluso frente a garantías reales, de forma que no solo se facilita, sino que también se incentiva sobremanera la concesión de financiación a empresas en situaciones delicadas (la explicación de este estímulo será desarrollada con mayor profundidad en el siguiente apartado).

#### 3.2. El *debtor-in-possession financing* del artículo 364 del *Bankruptcy Code*

El *debtor-in possession financing*, tal y como se ha introducido anteriormente, es una figura de financiación regulada en el artículo 364 del *Bankruptcy Code* americano (más concretamente dentro del capítulo 3 subcapítulo 4 de dicho compendio, denominado *Administrative Powers*). Se aplica en puridad al deudor sometido al título 11 del mencionado código que, bajo un régimen de paralización de ejecuciones (*automatic stay*)

---

<sup>16</sup> Skeel, D., “The past, present and future of debtor-in-possession financing”, *Cardozo Law Review*, núm. 25, 2004.

<sup>17</sup> Pulgar Ezquerro, J., *Preconcurzalidad y acuerdos de refinanciación: adaptado a la Ley 38/2011, de 10 de octubre, de reforma concursal*, La Ley, Madrid, 2012, p.428.

<sup>18</sup> Marcus Cole, G., “El derecho de insolvencia norteamericano en un contexto global”, *Revista de derecho concursal y paraconcurzal: Anales de doctrina, praxis, jurisprudencia y legislación*, núm. 15, 2011, pp.545-551.

mantiene intactos sus poderes de gestión y administración, sin la participación de un tercero ajeno a la sociedad, es decir, sin intervención judicial o de un *trustee*<sup>19</sup>.

Este instrumento de financiación, conocido de forma abreviada como *DIP*, constituye la forma principal de consecución de empréstitos postconcursoales del sistema estadounidense. El mencionado mecanismo de crédito cumple principalmente con dos funciones: por un lado, dota de liquidez al deudor que se encuentra en una situación de concurso mediante un ingreso de capital que le permite continuar con su actividad haciendo frente a las necesidades de circulante; y por otro lado, soluciona los problemas de inversión que acontecen en época de concurso, en la cual se carecen de fondos para realizar incluso aquellas imprescindibles para continuar con el negocio. A esta doble funcionalidad del *DIP* se debe añadir la rapidez del procedimiento de concesión del mismo, que únicamente requiere de la solicitud de concurso voluntario por parte del deudor acompañada de una *DIP motion* (esto es, el acuerdo alcanzado con una entidad bancaria que determina la cantidad de fondos de los cuales se podrá disponer durante el concurso) para comenzar a utilizar, aunque sea de forma limitada inicialmente, de la nueva financiación recabada<sup>20</sup>.

Los dos factores (doble funcionalidad y rapidez del procedimiento) del *DIP* descritos en el párrafo precedente terminan por confirmar la adecuación del *debtor-in-possession financing* a la función conservativa de la empresa en situación de concurso predominante en el sistema concursal norteamericano, ya descrita con anterioridad en el apartado 2 del presente trabajo de fin de grado.

### **3.2.1. Clasificación del *DIP* en función de la preferencia de pago**

El sistema de concesión de créditos *DIP* ofrece tres alternativas en cuanto a la preferencia de repago de la deuda conferida se refiere. Primeramente, se encuentra el privilegio mínimo para los nuevos préstamos otorgados. En este caso, esta financiación presentaría el carácter de prededucibilidad a la misma altura que diferentes gastos del procedimiento (tales como los gastos administrativos), y no requeriría de aprobación por parte del juez del concurso siempre que la misma se obtuviese en el transcurso normal de la actividad

---

<sup>19</sup> Pulgar Ezquerro, J., “La financiación de empresas en crisis”, *Universidad Complutense: Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil*, 2012, p.7.

<sup>20</sup> Buil Aldana, I., “La financiación de empresas en situación concursal: una visión española basada en el “debtor-in-possession-financing” del sistema norteamericano de insolvencias”, *Revista de derecho concursal y paraconcursal: Anales de doctrina, praxis, jurisprudencia y legislación*, núm. 14, 2011, pp.383-385.

de la empresa. Esta primera posibilidad, denominada *unsecured credit*, se regula en los apartados (a) y (b) del código de referencia<sup>21</sup>.

A continuación, se aprecia la prerrogativa media. Esta opción de *DIP* sí precisaría de autorización judicial, pero como contrapartida ostentaría un grado preferente de recobro frente a otros costes del proceso. Como se puede apreciar, en estos supuestos aparece la connivencia del juez como elemento subjetivo y condicionante del proceso de financiación, si bien este obstáculo será salvable siempre que este estime que los nuevos créditos son beneficiosos para todos los involucrados en el concurso, las condiciones del acuerdo entre acreedor y deudor se encuentren dentro de los estándares del mercado y no perjudican al grupo anterior, y además esta vía constituya la única posible de obtener créditos tras haber fracasado el resto de opciones. Esta segunda alternativa, conocida como *super priority or secured basis*, aparece recogida en el apartado (c) del mismo código.

Finalmente, existe un privilegio máximo. A través de esta oportunidad, el acreedor podría ser compensando mediante la concesión, por parte del deudor, de garantías sobre cualquier activo, incluso si estos presentan un gravamen previo a favor de otros acreedores existentes previamente. Adicionalmente, se facultaría a los intervinientes (en virtud de la autonomía de la voluntad que, como se comentó brevemente al inicio de la exposición de este asunto, opera de forma genérica sobre todo el proceso) a determinar la categoría igual o superior que tendría la garantía frente a las ya presentes. No obstante, y en aras a mantener la protección del interés general de los distintos agentes involucrados en el concurso (como refleja igualmente la limitación introducida en el grado de privilegio medio descrita anteriormente), en estos supuestos es mandataria una adecuación de la protección de los fiadores iniciales a la nueva situación. Esta tercera vía, nombrada *super priority lien*, se regula en el apartado (d) del código mencionado a lo largo de la presente exposición.

### **3.2.2. Clasificación del DIP en función del objetivo perseguido**

Al margen de las alternativas que la regulación norteamericana ofrece para el *debtor-in possession financing* en cuanto a protección de la financiación se refiere (analizadas las tres en la sección inmediatamente antecedente), también cabe distinguir dos tipos de

---

<sup>21</sup> U.S. Code: Title 11 – Bankruptcy article 364 (a) and (b). 114th Congress Public Law 38.

empleo de las *DIP* postconcursoales de acuerdo con los objetivos perseguidos por el acreedor que concede el crédito: la intención defensiva y el fin ofensivo.

En este sentido, los *defensive DIPs* (DIPs defensivos), procederían de financiadores que tienen una relación previa con el concursado y que utilizan dicha financiación como vía de reforzamiento de su posición acreedora frente al concursado y como medio para obtener un cierto control sobre el concursado y una posición más preeminente en el concurso<sup>22</sup>. Como mecanismo para garantizar el control por parte de estos aparecen la figura de los *covenants* (en español, cláusulas), consistentes en compromisos positivos o negativos asumidos por el deudor con el acreedor.

Por su parte, los *offensive DIPs* (DIPs ofensivos), procederían de aquellos financiadores que no teniendo ninguna relación previa con el deudor ni siendo acreedores de éste, otorgan *ex novo* dicha financiación con el fin de posicionarse en la estructura de capital del concursado o con el fin de asumir el control del deudor una vez se complete el proceso de reorganización *loan to control DIP* o simplemente con el objetivo de beneficiarse de los indudables incentivos económicos de la financiación *DIP* (los intereses y comisiones asociados a esta financiación son ligeramente superiores a los que se ofrecen en un escenario extraconcursoal deviniendo esta financiación muy rentable para el financiador)<sup>23</sup>.

### **3.3. El *cash-collateral* del artículo 363 del *Bankruptcy Code***

El *cash-collateral* aparece como forma complementaria al *debtor-in-possession financing* a la hora de recabar financiación en un escenario postconcursoal. Esta alternativa, si bien es menos relevante y más lenta que la descrita en la sección previa del presente trabajo de fin de grado, ha probado ser muy útil en escenarios que requieren de gran agilidad (al no exigir nada más que la mera autorización judicial del acuerdo previo ratificado entre deudor y acreedor para poder llevarse a cabo) y en los cuales se desea agregar a las *DIP* una forma subsidiaria de crédito.

Como se puede inferir en parte gracias al párrafo anterior, este método se refiere a activos líquidos de la empresa que ya han sido gravados una vez para garantizar un empréstito previo al concurso. En virtud de esta opción de financiación se permite al acreedor utilizar dichos bienes con libertad, pero se requiere para ello un acuerdo previo con el fiador

---

<sup>22</sup> Zumbro, P., *An overview of debtor-in-possession financing*, Aspatore, 2010, pp.7-30.

<sup>23</sup> Ídem.

inicial y la introducida previamente aprobación por parte del juez (beneplácito que será concedido siempre y cuando este estime que todos los acreedores pignoratícios reciben una adecuada protección a pesar de la nueva situación).

#### **4. LA FINANCIACIÓN POSTCONCURSAL EN EL DERECHO ESPAÑOL**

El principal problema al que se enfrentan las empresas españolas que consiguen superar una situación de concurso es, como se analizará de forma más exhaustiva a lo largo del presente apartado, la ausencia de fuentes estables de financiación postconcurzal. No obstante, y como igualmente se examinará a continuación, la situación ha mejorado de forma notable a raíz de las sucesivas modificaciones realizadas en la Ley Concursal, si bien el marco normativo español actual en materia de quiebras sigue sin contar con el sistema de vías crediticias permanentes que caracteriza al derecho americano.

En su primera versión, la Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal no solo no incluía en su articulado ninguna referencia a las fuentes estables de financiación tras salvar una situación de concurso, sino que, para mayor gravedad del panorama postconcurzal, tampoco contemplaba ningún incentivo para fomentar esta. La única mención que se podía deducir de esta redacción inicial a las mencionadas vías quedaba patente en la regulación que la comentada ley hacía de determinados escenarios en los cuales sí estaba prevista de alguna manera la posibilidad de recurrir a créditos postconcurso. En cualquier caso, estas alusiones eran eventuales, lo que abocaba a los negocios a tener que recurrir a los tradicionales (y nada seguros) descuentos de pagarés o a su poder de negociación con proveedores o suministradores (capacidad que, como se puede sentir, quedaba muy mermada debido al elevado coste reputacional que lleva aparejado un concurso de acreedores).

Así, y como ya ha sido introducido al inicio del presente estudio, en esta primera etapa la naturaleza del concurso de acreedores español era fundamentalmente liquidativa, al no conferirse a las empresas de los medios necesarios para, una vez superada esta difícil situación, contar con recursos económicos con los que continuar su actividad. De este modo, la única opción de futuro de estas compañías pasaba por contar con activos libres de gravamen que pudiesen entregar como garantía a algún acreedor dispuesto a asumir un mayor riesgo crediticio, para lo que adicionalmente se requería la aprobación previa del juez del concurso.

Con la reforma de esta primera LC (vigente desde el año 2003 hasta el año 2011), operada por la Ley 38/2011, de 10 de octubre, de reforma de la Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal, se introdujeron determinados incentivos a la financiación postconcurso (como se describirá *a posteriori*) pero en ningún caso se instauró un sistema similar (ni siquiera altamente aproximado) al norteamericano, al continuar careciendo el sistema patrio a día



de hoy de mecanismos de crédito estables ante escenarios de crisis de liquidez ni haber cambiado la concepción del Derecho concursal (de la reestructuración de empresas en crisis propia de los Estados Unidos de América a la satisfacción de los intereses de los acreedores característico de España).

#### **4.1. La regulación de la financiación postconcurzal en la Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal**

Tal y como se ha mencionado previamente, la Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal no establecía ninguna fuente estable de financiación postconcurzal. En su lugar, esta apenas describía determinados escenarios una vez abierto el procedimiento en los cuales si estaba contemplada la posibilidad de recabar nuevos créditos (ejemplo de ello son el artículo 68 de la referida ley, sobre la rehabilitación de contratos de créditos; o el precepto 99 de esta, sobre la facultad de concretar nueva financiación con terceros en el escenario de una proposición de convenio)<sup>24</sup>.

Adicionalmente, y empeorando aún más el marco de alternativas de financiación posibles para las compañías en situación de riesgo de liquidez, esta regulación inicial exigía que cualquier posible nuevo crédito estuviera sometido a la normativa estándar fijada por la LC en todo aquello concerniente al poder de administración y disposición de la masa activa, con la finalidad de salvaguardar el interés general de los afectados. Así, el poder de actuación de la firma afectada se reducía de forma muy considerable, y se precisaba de autorización (ya fuese de la administración concursal o del juez) para concluir prácticamente cualquier acto de nueva financiación (como muestran los títulos 40, 43 y 44 de esta norma).

Otro aspecto negativo de esta primera norma era la inseguridad jurídica surgida en torno a la clasificación crediticia de los préstamos concedidos una vez comenzado el concurso, para la cual no solo no se concedían incentivos, sino que tampoco se podía predecir de antemano el rango de recobro que le correspondería. Esto se debía a que, una vez ratificado el convenio, cabía la posibilidad de diferenciar dos clases de préstamos en cuanto a la nueva financiación concedida se refería, cada una de ellas con unas características propias: los empréstitos otorgados para sufragar el plan de viabilidad y el resto de créditos concedidos una vez aprobado el convenio por la autoridad judicial.

---

<sup>24</sup> Mínguez Prieto, R. y Buil Aldana, I., “Restricción crediticia, sistema financiero “en la sombra” y mercado distressed: una aproximación a sus principales aspectos regulatorios, legales y prácticos”, *Revista de derecho del mercado de valores*, núm. 14, 2014, p.7.

Con respecto a los primeros, serían todos aquellos proporcionados para afrontar los desembolsos surgidos como consecuencia de la prórroga de la actividad de la empresa. De acuerdo con la entonces redacción del artículo 100.5 de la LC, estos se satisfarían siguiendo las condiciones acordadas en el convenio, permitiéndose de este modo un amplio margen de actuación a la autonomía de la voluntad de las partes<sup>25</sup>. No obstante, esta libertad trajo como consecuencia el enfrentamiento de la doctrina, algunos a favor de ella (apoyando su postura en el precepto mencionado varias frases atrás) y otros en contra (por considerarlo contrario a lo dispuesto en los artículos 89.2 “no se admitirá en el concurso ningún privilegio o preferencia que no esté reconocido en esta ley”<sup>26</sup> y 100.3 “ningún caso la propuesta podría consistir en la alteración de la clasificación de créditos prevista por la ley”<sup>27</sup> de la LC)<sup>28</sup>.

En relación a los segundos, serían todos aquellos otorgados entre el momento de aprobación del concurso por parte de la autoridad judicial y la finalización del concurso. En este sentido, se debe hacer una breve reflexión sobre el horizonte temporal introducido precisamente en la locución anterior. Así, el concurso no finalizaría con la mencionada ratificación judicial del convenio, sino que se extendería hasta la completa ejecución del mismo conforme a las condiciones pactadas (tal y como recogía el artículo 176.1.2º de la entonces LC y se ha mantenido en la redacción actual). En cualquier caso, esta cuestión temporal produjo un enfrentamiento tanto doctrinal como jurisprudencial que dio lugar a tres corrientes diferenciadas en lo que a la clasificación crediticia se refería.

Primeramente, la posición más defensora de los intereses de los afectados sostenía que los créditos concedidos en este caso eran concursales (de acuerdo con la redacción del artículo 84.2.5º), lo que terminaba por suponer un escollo prácticamente insalvable de cara a lograr nueva financiación por parte de cualquier agente, al no presentar esta un tratamiento preferencial sobre la ya existente aun implicando un riesgo mayor. Segundamente, una posición intermedia que les otorgaba la calificación de créditos contra la masa. Terceramente, la posición más agresiva abogaba por una categoría adicional consistente en el tratamiento de los créditos de forma muy similar a los préstamos contra la masa, pero añadiendo una posible satisfacción de los mismos a su vencimiento.

---

<sup>25</sup> Pulgar Ezquerro, J., “La financiación de empresas en crisis”, op.cit. p.24.

<sup>26</sup> Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal (BOE núm. 164, de 10 de julio 2003).

<sup>27</sup> Ídem.

<sup>28</sup> García Villaverde, R., Alosó Ureba, A., y Pulgar Ezquerro, J., *Derecho concursal: Estudio sistemático de la ley 22/2003 y de la ley 8/2003 para la reforma concursal*, Dilex, Madrid, 2003, pp.452-454.

En cualquier caso, el resultado de todas las diferencias expuestas precedentemente fue un enorme sentimiento de inseguridad jurídica en los posibles acreedores que provocó que fuera una auténtica fantasía obtener nueva financiación ante un escenario postconcurzal con la analizada legislación vigente.

#### **4.2. La regulación de la financiación postconcurzal en la Ley 38/2011, de 10 de octubre, de reforma de la Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal**

La Ley 38/2011, de 10 de octubre, de reforma de la Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal trae consigo importantes mejoras que incentivan la concesión de financiación en los escenarios postconcursoales. Sin embargo, la referida reforma sigue sin incluir entre su articulado un sistema de vías constantes de financiación. Esto se debe, especialmente, a que con la nueva ley no se produce un cambio de mentalidad en cuanto al objetivo final del concurso se refiere. Así, este sigue siendo (como en el marco legal previo) la máxima satisfacción de los intereses de los afectados, en contraposición a la postura americana que defiende una verdadera reestructuración de los negocios en situación de crisis económica.

##### ***4.2.1. El fresh money postconcurzal***

Previamente a analizar el *fresh money* postconcurzal, es necesario realizar una breve referencia al *fresh money* que opera en los escenarios precursoales. El incentivo a esta figura de financiación se recoge en la ley 38/2011, de 10 de octubre, de reforma de la Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal. En esta, se estimula esta forma de crédito mediante una doble vía: por un lado, mediante la consideración del *fresh money* como crédito contra la masa en un 50%, y, por otro lado, como crédito con privilegio general respecto del 50% restante. No obstante, el reconocimiento de esta condición privilegiada al crédito concedido únicamente se confiere a los fondos aportados en el marco de un acuerdo de refinanciación de carácter conservativo que responda a un plan de viabilidad que permita la continuidad de la actividad profesional o empresarial en el corto y medio plazo; y siempre que dicho plan de viabilidad y dicho otorgamiento de capital haya sido informado favorablemente por un experto independiente designado por el registrador mercantil y se haya formalizado en instrumento público<sup>29</sup>.

---

<sup>29</sup> Pulgar Ezquerro, J., “Acuerdos de refinanciación y "fresh money"”, *Revista de derecho concursal y paraconcursal: Anales de doctrina, praxis, jurisprudencia y legislación*, núm. 15, 2011, pp.47-57.

De esta manera, de acuerdo con la legislación concursal española, carecen de fundamento aquellas consideraciones que reputan el reconocimiento de un privilegio de *fresh money* a cualquier clase de financiación preconcursal concedida sin control alguno (puesto que esta debe ser siempre no rescindible, constituyendo este el límite fundamental a la incentivación). En cualquier caso, se debe apuntar que el modelo español carece de una regulación jurídico-positiva o jurisprudencial de la concesión abusiva de crédito, algo que sí está presente en otros derechos como el francés<sup>30</sup>.

Examinado ya concisamente el *fresh money* preconcursal, se estudia a continuación el *fresh money* en escenarios postconcursoales. La principal modificación llevada a cabo para trata de incentivar la financiación postconcursal reside en uno de los artículos ya mencionados precedentemente, el 100.5 LC. De acuerdo con este, se califican por ley como prededucibles (en caso de liquidación) todos aquellos préstamos otorgados para sufragar los gastos ocasionados por la ejecución del plan de viabilidad, así como los restantes empréstitos asumidos por el concursado una vez se ha producido la aprobación del convenio por parte del juez y mientras continúe vigente el concurso<sup>31</sup>.

Así, se elimina de este modo el debate doctrinal y jurisprudencial explicado en el apartado anterior, al modificarse artículos como el 84.2.5º de la previa Ley Concursal. En su nueva redacción este mismo precepto expone que, cualquier financiación que tenga por objeto apoyar los gastos derivados del normal ejercicio de la actividad de la empresa será calificada por ley como crédito contra la masa, siempre que se produzca desde el momento de la proclamación del concurso hasta la finalización del mismo.

Por otra parte, también aparece una previsión legal expresa de calificación crediticia a favor de los préstamos otorgados para permitir la ejecución del proyecto de viabilidad. Se debe recordar en este aspecto que este grupo está integrado por todos aquellos créditos que los financiadores se han obligado a entregar a la concursada en virtud del convenio firmado. De este modo, este conjunto recibe la calificación de créditos contra la masa (así pues, con carácter de prededucibilidad) siguiendo lo expuesto en el artículo 84.2.11º de la

---

<sup>30</sup> Martínez Martínez, M., “Concesión abusiva de crédito en las refinanciaciones preconcursoales: su discutible margen ante la proyectada reforma de la ley concursal”, *Revista de derecho concursal y paraconcursal: Anales de doctrina, praxis, jurisprudencia y legislación*, núm. 15, 2011, pp.183-198.

<sup>31</sup> Fernández Torres, I., “Prevención de la insolvencia y “fresh money”: modelos comparados y propuestas de reforma”, *Revista de derecho concursal y paraconcursal: Anales de doctrina, praxis, jurisprudencia y legislación*, núm. 15, 2011, pp.212-213.

nueva LC. Por su parte, la anterior legislación se remitía en este aspecto a la voluntad de las partes como medio de establecimiento del rango de la financiación.

Sin embargo, y de forma complementaria a lo anterior, la nueva redacción de la LC mantiene la operatividad de la autonomía de la intención de acreedor y deudor en cuanto a la libertad en la determinación del nivel crediticio se refiere (similar a lo que ocurría en la anterior Ley Concursal). Por lo tanto, el cambio más significativo estriba en que, de forma preliminar, los nuevos préstamos se consideran por su naturaleza prededucibles, a la vez que se sigue concediendo a las partes el poder de pactar cualquier otra cosa diferente. De forma resumida, se puede sentenciar que la nueva financiación otorgada para sufragar la ejecución del plan de viabilidad se concibe expresamente por ley como crédito contra la masa (no ocurría así en la anterior LC), e igualmente se permite a las partes modificar este régimen a uno distinto si lo estiman oportuno<sup>32</sup>.

La consideración conjunta de los artículos 84.2.11º y 100.5 de la LC da lugar a lo que tanto la doctrina como la jurisprudencia denominan privilegio del *fresh money*. Así, esta figura se extiende del ámbito preconcursal, en el cual ya estaba presente con anterioridad a la reforma del régimen concursal, al escenario postconcursal. No obstante, ambos institutos presentan diversidades tanto cuantitativas como cualitativas en cuanto a su régimen de calificación como prededucible se refiere. De esta manera, mientras que en el entorno preconcursal existe una limitación cuantitativa que abarca al cincuenta por ciento del crédito, en el marco postconcursal no se aplica ningún techo siendo el cien por cien de la financiación prededucible. Desde la perspectiva cualitativa, en el segundo contexto (financiación postconcursal) no se limita este carácter a los nuevos ingresos de tesorería (alusión que si consta en el primer caso), sino que se aplica a cualquier posible aplazamiento, aportación u otra forma menos tradicional de financiación.

#### **4.2.2. El mercado de deuda concursal**

En adición a lo anterior, se puede encontrar también el mercado de deuda concursal como fuente de financiación en el marco postconcursal<sup>33</sup>. Esta organización económica posibilita a los acreedores con activos en empresas en situación concursal a traspasar sus créditos a un tercero con intereses por los mismos. Así, este mercado ofrece a los fiadores

---

<sup>32</sup> Aznar Giner, E., *La reforma concursal del Real Decreto-ley 4/2014, en materia de refinanciación y reestructuración de deuda empresarial*, Tirant Lo Blanch, Valencia, 2014, p.247.

<sup>33</sup> Buil Aldana, I. y Cerdá Masip, A., “When debt is the new equity: capital riesgo y distressed investing en un marco de crisis económica y reforma concursal”, *Revista española de Capital Riesgo*, núm. 1/2012, pp.3-20.

iniciales la posibilidad de eliminar su exposición al posible riesgo de no recuperar los préstamos concedidos; y a los nuevos a obtener un rendimiento mayor de su inversión al hacerse con estos activos por un valor inferior al de mercado (dada la mayor incertidumbre de repago)<sup>34</sup>.

Este mecanismo supone un incentivo indirecto a la financiación de las empresas en situación de concurso, puesto que no se benefician directamente de la introducción de nuevos fondos en sus cuentas, pero sí hace más atractiva la concesión de deuda postconcurzal en general. Esto es así porque, al apreciar los potenciales acreedores que existe un mercado secundario en el cual pueden deshacerse de sus activos en caso de cambiar de opinión y no desear mantenerlos en su cartera, cuentan con la seguridad de poder hacerlo en el mercado de deuda concursal, eliminando así el riesgo inicial asumido con relativa facilidad<sup>35</sup>. Este escenario invita enormemente a la realización de apuestas de inversión con el consiguiente ingreso de liquidez que suponen para las compañías en concurso.

La Ley 38/2011, de 10 de octubre, de reforma de la Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal trajo consigo un importante cambio en cuanto a la regulación aplicable al mercado de deuda concursal se refiere. De esta manera, mientras que en la redacción inicial de la norma se privaba de derecho de voto a todos aquellos acreedores que hubiesen obtenido su activo a través de un acto *inter vivos* realizado con posterioridad a la declaración oficial de concurso (con excepción de aquellos casos en los cuales “la adquisición hubiera tenido lugar por un título universal o como consecuencia de una realización forzosa”<sup>36</sup>, tal y como señala el artículo 122.1.2º de Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal), tras la enmienda sí se reconoce derecho de voto a aquellos cesionarios de derechos de créditos obtenidos una vez ha sido declarado el concurso. No obstante, se establece como criterio para respetar la mencionada facultad estar sometido a supervisión financiera<sup>37</sup>.

Mediante la comentada actualización de la norma se consiguió vencer, de manera parcial inicialmente y de manera total con posterioridad (como se expondrá a continuación), la

---

<sup>34</sup> Rodríguez Álvarez, J.A., “Capítulo 10: La financiación postconcurzal” en Fernández, A., Rodríguez, J.A., y Sebastián, R. (coord.), *La ley concursal y su aplicación*, Fundación de Estudios Financieros, Madrid, 2009, pp.121-139.

<sup>35</sup> Ara Triadú, C. y Buil Aldana, I., “El mercado español de deuda en el proceso de reforma concursal”, *Revista de derecho concursal y paraconcurzal: Anales de doctrina, praxis, jurisprudencia y legislación*, núm. 15, 2011, p.317.

<sup>36</sup> Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal (BOE núm. 164, de 10 de julio 2003).

<sup>37</sup> *Vid* nota 33.

desincentivación fundamental existente en el marco legal previo en cuanto al mercado de deuda concursal se refiere, en el cual el nuevo acreedor veía suprimidas (siempre que no se encontrase sumido en la excepción recogida en el párrafo anterior) sus capacidades de influir de manera alguna en la ratificación de la propuesta de convenio (al carecer de capacidad de decisión), reduciéndose así las vías de escape de este.

La victoria no fue completa en un primer momento debido a que la condición introducida en el precepto inicial 122.1.2º de la LC (la ya comentada remisión a la supervisión financiera del nuevo fiador), dejó fuera del marco de aplicación de la norma a numerosas entidades muy activas en el mercado de deuda concursal pero que no gozaban de dicha condición (tales como las entidades de capital riesgo), no suponiendo pues ningún incentivo para estas. Sin embargo, la segunda reforma de este artículo (llevada a cabo por el RDL 11/2014, de 5 de septiembre, de medidas urgentes en materia concursal; transformada posteriormente en la Ley 9/2015, de 25 de mayo, de medidas urgentes en materia concursal) terminó por reducir la supresión del derecho de voto única y exclusivamente a “las personas especialmente relacionadas que hubiesen adquirido su crédito por actos entre vivos después de la declaración de concurso”<sup>38</sup>, algo que sigue manteniéndose en la redacción en vigor del artículo.

No obstante, las sucesivas restricciones establecidas en este sentido (tanto la inicial, como la posterior y la actual) tienen una razón de ser clara (y de prioridad fundamental para el legislador). Así, mediante las mismas, este pretendía eliminar los posibles acuerdos entre un acreedor y un deudor que fuesen perjudiciales para el resto de afectados, al poder constituir el pacto alcanzado una forma encubierta de defraudación a los restantes acreedores. Con el enunciado actual se pretende proteger aún más a los afectados por el concurso de esta posible trama, más si cabe con las modificaciones introducidas en cuanto a la consideración de personas especialmente relacionadas se refiere (descripción actual mucho más exhaustiva que la anterior recogida íntegramente en el artículo 93 de la LC). Por lo tanto, el sistema actual se basa en el pacto concreto alcanzado entre el acreedor cedente (que valorará la adecuación a sus expectativas y posibilidades del descuento ofrecido por la contraparte) y el acreedor cedido (que tendrá en cuenta el riesgo de su compra).

---

<sup>38</sup> Ley 38/2011, de 10 de octubre, de reforma de la Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal (BOE núm. 245, de 11 de octubre 2011).

Finalmente, y a modo de recomendación complementaria a las modificaciones ya acometidas por la autoridad española (las cuales, como ya se ha analizado, han logrado el efecto incentivador hacia el cual estaban orientadas), cabría valorar la posibilidad de incluir igualmente los sistemas de información vigentes en otros sistemas del entorno (como los de los Estados Unidos de América<sup>39</sup>, Francia<sup>40</sup> o Italia<sup>41</sup>). Estos consisten en la obligación de notificar con detalle el vínculo existente entre el cesionario y el concursado, de forma que pueden detectarse y evitarse actuaciones ventajistas, fraudulentas o con intereses apartados del fin del concurso.

---

<sup>39</sup> Thorne, D., “Cash collateral and DIP financing orders. What can unsecured creditors do?”, *Business Credit*, Noviembre/December 2009.

<sup>40</sup> Pèrochon, F. y Bonhomme, R., *Entreprises en difficulté: Instruments de crédit et de paiement*, LGDJ, París, 2014.

<sup>41</sup> Ferro, M., Bastia, P., y Nonno, G.M., *Il concordato preventivo e gli accordi di ristrutturazione*, IPSOA, Milano, 2013.



## 5. CONCLUSIONES

Primera.- El Derecho concursal español y el Derecho concursal estadounidense presentan grandes diferencias en cuanto a la financiación postconcurzal se refiere. Estas diferencias provienen, fundamentalmente, de la diferencia de funciones que ambas legislaciones otorgan al concurso de acreedores. Así, mientras que la normativa española confiere a esta figura una función solutoria, la regulación norteamericana la concede un propósito conservativo. Esto se traduce en que, mientras que en los Estados Unidos de América se enfoca el concurso de acreedores a lograr la continuación de la empresa inmersa en la mencionada situación, en España se prima, ante estos escenarios, la satisfacción de los intereses de los acreedores afectados por el concurso. No obstante, debe ser igualmente mencionado que la ley concursal española no desecha por completo la voluntad de permitir la continuación de las empresas en situación de insolvencia, si bien este objetivo está subordinado a la finalidad solutoria descrita más arriba.

Segunda.- La diferencia de funciones otorgada al concurso de acreedores por ambas legislaciones se muestra, en la práctica, en la ausencia de vías estables de financiación postconcurzal en el Derecho concursal español, mecanismos de obtención de crédito que sin embargo sí están presentes en el Derecho concursal estadounidense. Esta carencia latente de la ley nacional hace que esta se aleje, de forma significativa, de las recomendaciones elaboradas por los principales organismos mercantiles internacionales en materia concursal (séanse el Banco Mundial, el Fondo Monitorio Internacional, y la Comisión de las Naciones Unidas para el Derecho Mercantil Internacional). Todas estas instituciones coinciden, en sus diversas recomendaciones, en la necesidad de establecer un sistema de fuentes estables de financiación postconcurzal, que otorguen al ordenamiento jurídico la nota de eficacia a la hora de solucionar las necesidades de crédito de las empresas que hayan sido capaces de sobrevenir una situación de concurso de acreedores. Se debe notar por último que estos organismos confieren libertad en cuanto la forma de incentivar este tipo de acuerdos de financiación, estableciendo indistintamente la posibilidad de asegurar los mismos a través de prioridades o por medio de garantías.

Tercera.- Como se puede concluir a través del análisis de las diferentes fuentes estables de financiación postconcurzal que establece el Derecho concursal de los Estados Unidos de América, este presenta las notas características que requeriría cualquier sistema orientado a la pervivencia de las empresas que se han visto sumidas en una situación de

concurso de acreedores y han sido capaces de superar la misma, siendo estos caracteres primeramente la existencia de vías de obtención de crédito y, segundamente, la rapidez en su tramitación. Esto termina por confirmar la eficacia de la legislación americana, la cual como también se puede apreciar se encuentra en consonancia con las recomendaciones elaboradas por los principales organismos mercantiles internacionales.

En el sentido de esta tercera conclusión, el Derecho concursal de los Estados Unidos de América prevé, en el *U.S. Code: Title 11 – Bankruptcy* (la norma reguladora principal del derecho de quiebras norteamericano), dos fuentes estables de financiación postconcurzal. Por un lado, y como mecanismo de obtención de capital más importante, recoge el *debtor-in-possession financing* (o *DIP*). Este consiste en la obtención de fondos por parte de las empresas con los cuales continuar desarrollando sus actividades corrientes, con la particularidad de que en el uso de dicho capital el financiado mantiene intactos sus poderes de gestión y administración, sin requerir por tanto la autorización judicial o la intervención de un tercero para disponer del mismo. Así, el *DIP* cumple una doble funcionalidad: por un lado, aporta liquidez al deudor para que este pueda seguir desempeñando sus funciones con normalidad; y, por otro lado, soluciona los problemas de inversión propios de la situación postconcurzal. Adicionalmente, la rapidez de su tramitación termina por convertirlo en una fuente de financiación postconcurzal enormemente eficaz para las compañías que superan el concurso de acreedores. Finalmente, es preciso señalar, aunque sea de manera meramente informativa, que la legislación norteamericana prevé diferentes preferencias de repago de la financiación concedida mediante los *DIP* (pudiendo esta prioridad ser -de menor a mayor- *unsecured*, *super priority* y *super priority lien*), así como diferentes usos de los mismos en función del objetivo perseguido por el acreedor (distinguiéndose en este caso entre los *defensive DIPs* -orientados a reforzar la posición ya existente del financiador- y los *offensive DIPs* -enfocados a la creación de una nueva posición ventajosa por parte de este-).

La segunda vía estable de financiación postconcurzal prevista por la normativa norteamericana es el *cash-collateral*, consistente en la capacidad de utilizar libremente activos que ya han sido gravados con carácter previo al concurso con el simple acuerdo con el fiador inicial y la autorización del juez del concurso. Este sistema está planteado como un mecanismo de obtención de fondos complementario a las *DIP*, y que destaca especialmente por su gran utilidad en aquellos escenarios en los cuales se requiere de una extrema agilidad en la captación de capital, al ser su tramitación muy rápida. De esta

menara, se puede observar como ambas vías de financiación conforman un sistema caracterizado por las notas de existencia de mecanismos de obtención de créditos y rapidez de los mismos, siendo por tanto un régimen eficaz.

Cuarta.- El Derecho concursal de España carece de un sistema de fuentes estables de financiación postconcursal, en gran medida debido a la orientación hacia la función solutoria que este otorga a la institución del concurso de acreedores. Esta ausencia impide que empresas nacionales que han podido sobreponerse a una situación de concurso puedan recabar nueva financiación tras la misma, terminando por provocar su desaparición. No obstante, se debe señalar que, a pesar de no contar con dichas vías permanentes de obtención de créditos tras el concurso, la legislación española sí cuenta con incentivos a la financiación postconcursal (el *fresh money* postconcursal y el mercado de deuda postconcursal). En adición a lo anterior, cabe subrayar igualmente que dichos estímulos han ido aumentando en consonancia con las diversas reformas que han tenido lugar en los últimos años en cuanto a la normativa concursal se refiere, terminando por provocar cierta confianza en las compañías nacionales en situaciones financieras delicadas ante la posibilidad de captar nuevos fondos cuando sea necesario y de contar, en el futuro, con mayores incentivos.

Así, en línea con esta cuarta conclusión, el Derecho concursal español prevé fundamentalmente dos incentivos a la financiación postconcursal, recogidos ambos en la Ley 38/2011, de 10 de octubre, de reforma de la Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal (norma española principal reguladora de la materia concursal). En primer lugar, y como mecanismo más extendido, se encuentra el *fresh money* postconcursal. Este atractivo consiste en otorgar a la nueva financiación concedida para sufragar la ejecución del plan de viabilidad la calificación de crédito contra la masa, con la libertad adicional otorgada a las partes de modificar dicho régimen e instaurar uno diferente si lo estiman oportuno. Adicionalmente, este incentivo presenta dos notas características: una primera cuantitativa, consistente en la ausencia de límite del importe calificado como prededucible, aplicándose por tanto al total del capital otorgado; y una segunda cualitativa, referida a la diversidad de naturaleza de los fondos que pueden obtener dicha calificación, yendo desde nuevos ingresos de tesorería hasta aplazamientos u otras formas menos tradicionales de financiación. Estas particularidades convierten al *fresh money* postconcursal en un incentivo eficaz al que las empresas pueden recurrir cuando se encuentran ante la necesidad de captar nuevos fondos de forma rápida.

En segundo lugar, está presente el mercado de deuda postconcurzal como fuente de financiación para empresas que han superado un escenario de insolvencia, siendo este una organización económica que permite a los acreedores de activos de empresas en una situación de concurso traspasar su crédito a un tercero que presente interés en ellos. Esta vía supone un incentivo indirecto para la financiación postconcurzal, al ofrecer a los fiadores afectados por un concurso de acreedores la posibilidad de deshacerse de sus posiciones riesgosas en cualquier momento, mientras que también confiere a los nuevos titulares del empréstito la oportunidad de obtener un mayor rendimiento de su inversión al adquirir estos por un valor inferior al de mercado. De esta manera, esta vía no supone un medio de obtención directa de capital para las firmas, si no que únicamente hace más atractivo el mercado de la deuda postconcurzal (al ser un medio de disminución del riesgo existente ante estos panoramas) que trae consigo que nuevos acreedores consideren la posibilidad de entrar en el mismo ante la enorme flexibilidad de salida que ofrece. Este incentivo, por lo tanto, es menos útil en el corto plazo para las compañías que requieren de agilidad y rapidez en la obtención de fondos, pero eficaz en el medio y largo plazo al contribuir en la confianza y el crecimiento del mercado de deuda postconcurzal.

Quinta.- Por último, a modo de conclusión final sintetizadora de las anteriores, es posible sentenciar que la diferencia de funciones del concurso de acreedores en ambas normativas es uno de los factores que determina la existencia en una de ellas de fuentes estables de financiación postconcurzal (el Derecho concursal estadounidense) y su ausencia en la otra (el Derecho concursal español), pero que esta segunda legislación trata de acondicionarse a la función conservativa y a las recomendaciones de los principales organismos mercantiles internacionales mediante el establecimiento de una serie de incentivos a la financiación postconcurzal para promover su otorgamiento.

## 6. BIBLIOGRAFÍA

### Legislación:

- Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal (BOE núm. 164, de 10 de julio 2003).
- Ley 38/2011, de 10 de octubre, de reforma de la Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal (BOE núm. 245, de 11 de octubre 2011).
- U.S. Code: Title 11 – Bankruptcy. 114th Congress Public Law 38.

### Obras doctrinales:

- Álvarez Rubio, J., “Algunas reflexiones en torno a la reforma del "fresh start" del consumidor en USA”, *Anuario de Derecho Concursal*, núm. 14, 2008, pp.233–259.
- Ara Triadú, C. y Buil Aldana, I., “El mercado español de deuda en el proceso de reforma concursal”, *Revista de derecho concursal y paraconcursal: Anales de doctrina, praxis, jurisprudencia y legislación*, núm. 15, 2011, pp.311-328.
- Aznar Giner, E., *La reforma concursal del Real Decreto-ley 4/2014, en materia de refinanciación y reestructuración de deuda empresarial*, Tirant Lo Blanch, Valencia, 2014, p.247.
- Bisbal Méndez, J., *La empresa en crisis y el derecho de quiebras (Una aproximación económica y jurídica a los procedimientos de conservación de empresas)*. Real Colegio de España, Bolonia, 1986, pp.179 y ss.
- Buil Aldana, I. y Cerdá Masip, A., “When debt is the new equity: capital riesgo y distressed investing en un marco de crisis económica y reforma concursal”, *Revista española de Capital Riesgo*, núm. 1/2012, pp.3-20.
- Buil Aldana, I., “La financiación de empresas en situación concursal: una visión española basada en el “debtor-in-possession-financing” del sistema norteamericano de insolvencias”, *Revista de derecho concursal y paraconcursal: Anales de doctrina, praxis, jurisprudencia y legislación*, núm. 14, 2011, pp.373-394.
- Castiello D'Antonio, A., “Acuerdos de reestructuración: nueva financiación preconcursal y "fresh money" en derecho italiano”, *Revista de derecho concursal y paraconcursal: Anales de doctrina, praxis, jurisprudencia y legislación*, núm. 15, 2011, pp.503-510.

- Colegio de Registradores de la Propiedad, Bienes Muebles y Mercantiles de España, “Estadística Mercantil: Ejercicio 2016”, pp.29-33. [http://www.registradores.org/wp-content/estadisticas/mercantil/estadistica%20mercantil/Estadistica\\_Mercantil\\_2016.pdf](http://www.registradores.org/wp-content/estadisticas/mercantil/estadistica%20mercantil/Estadistica_Mercantil_2016.pdf) (última consulta 01/06/2017).
- Dr. Van Hemmen Almazor, E., “Estadística concursal: Anuario 2014”, pp.19-36. [http://www.registradores.org/wpcontent/estadisticas/mercantil/concursal/Anuario\\_Concursal\\_2014.pdf](http://www.registradores.org/wpcontent/estadisticas/mercantil/concursal/Anuario_Concursal_2014.pdf) (última consulta 01/06/2017).
- Cuenca Casas, M., “Fresh Start y mercado crediticio”, *Revista para el Análisis del Derecho*, núm. 3, 2011.
- Fernández Torres, I., “Prevención de la insolvencia y “fresh money”: modelos comparados y propuestas de reforma”, *Revista de derecho concursal y paraconcursal: Anales de doctrina, praxis, jurisprudencia y legislación*, núm. 15, 2011, pp.209-222.
- Ferro, M., Bastia, P., y Nonno, G.M., *Il concordato preventivo e gli accordi di ristrutturazione*, IPSOA, Milano, 2013.
- García Villaverde, R., Alosó Ureba, A., y Pulgar Ezquerro, J., *Derecho concursal: Estudio sistemático de la ley 22/2003 y de la ley 8/2003 para la reforma concursal*, Dilex, Madrid, 2003, pp.452-454.
- International Monetary Fund, “Orderly and Effective Insolvency Legislation (brief)”, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/orderly/> (última consulta 31/03/2017).
- Marcus Cole, G., “El derecho de insolvencia norteamericano en un contexto global”, *Revista de derecho concursal y paraconcursal: Anales de doctrina, praxis, jurisprudencia y legislación*, núm. 15, 2011, pp.545-551.
- Martínez Martínez, M., “Concesión abusiva de crédito en las refinanciaciones preconcursales: su discutible margen ante la proyectada reforma de la ley concursal”, *Revista de derecho concursal y paraconcursal: Anales de doctrina, praxis, jurisprudencia y legislación*, núm. 15, 2011, pp.183-198.
- Mínguez Prieto, R. y Buil Aldana, I., “Restricción crediticia, sistema financiero “en la sombra” y mercado distressed: una aproximación a sus principales aspectos regulatorios, legales y prácticos”, *Revista de derecho del mercado de valores*, núm. 14, 2014, p.7.

- Núñez-Lagos Burguera, A., “Restricciones en el mercado español de deuda concursal: el artículo 122.1.2º de la ley concursal”, *Revista de derecho concursal y paraconcursal: Anales de doctrina, praxis, jurisprudencia y legislación*, núm. 7, 2007, pp.129-140.
- Olivencia Ruiz, M., *La terminología jurídica de la reforma concursal*, Iustel, Madrid, 2006, pp.126-145.
- Pèrochon, F. y Bonhomme, R., *Entreprises en difficulté: Instruments de crédit et de paiement*, LGDJ, París, 2014.
- Pulgar Ezquerria, J., “Capitalización y refinanciación de deuda: incentivos legales”, *Cuadernos de derecho y comercio*, núm. Extra1, 2016, pp.17-40.
- Pulgar Ezquerria, J., “Refinanciación, reestructuración de deuda empresarial y reforma concursal: Real Decreto-Ley 4/2014, de 7 de marzo (1)”, *Diario La ley*, núm. 8271, 2014.
- Pulgar Ezquerria, J., “Refinanciaciones de deuda, emprendedores y segunda oportunidad (1)”, *Diario La Ley*, núm. 8142, 2013, pp.1-19.
- Pulgar Ezquerria, J., *Preconcuralidad y acuerdos de refinanciación: adaptado a la Ley 38/2011, de 10 de octubre, de reforma concursal*, La Ley, Madrid, 2012, p.428.
- Pulgar Ezquerria, J., “La financiación de empresas en crisis”, *Universidad Complutense: Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil*, 2012.
- Pulgar Ezquerria, J., “Fresh money y financiación de empresas en crisis en la Ley 38/2011”, *Revista de derecho concursal y paraconcursal: Anales de doctrina, praxis, jurisprudencia y legislación*, núm.16, 2012, pp.67-83.
- Pulgar Ezquerria, J., “Acuerdos de refinanciación y "fresh money"”, *Revista de derecho concursal y paraconcursal: Anales de doctrina, praxis, jurisprudencia y legislación*, núm. 15, 2011, pp.47-57.
- Pulgar Ezquerria, J., *La reforma del Derecho concursal comparado y español (Los nuevos institutos concursales y reorganizativos)*. Cívitas, Madrid, 1994, pp.26-161.
- Rodríguez Álvarez, J.A., “Capítulo 10: La financiación postconcursal” en Fernández, A., Rodríguez, J.A., y Sebastián, R. (coord.), *La ley concursal y su aplicación*, Fundación de Estudios Financieros, Madrid, 2009, pp.121-139.

- Serrano de Nicolás, A., “Segunda oportunidad para las personas naturales no empresarios: cuestiones problemáticas en su tramitación”, *Revista CESCO de Derecho de Consumo*, núm. 18, 2016, pp.33-50.
- Skeel, D., “The past, present and future of debtor-in-possession financing”, *Cardozo Law Review*, núm. 25, 2004.
- Thorne, D., “Cash collateral and DIP financing orders. What can unsecured creditors do?”, *Business Credit*, Noviembre/December 2009.
- UNCITRAL, “Guía Legislativa sobre el Régimen de la Insolvencia”, [https://www.uncitral.org/pdf/spanish/texts/insolven/05-80725\\_Ebook.pdf](https://www.uncitral.org/pdf/spanish/texts/insolven/05-80725_Ebook.pdf) pp.1-10. (última consulta 31/03/2017).
- UNCITRAL, “Guía Legislativa sobre el Régimen de la Insolvencia (brief)”, [http://www.uncitral.org/uncitral/es/uncitral\\_texts/insolvency/2004Guide.html](http://www.uncitral.org/uncitral/es/uncitral_texts/insolvency/2004Guide.html) (última consulta 31/03/2017).
- World Bank, “The World Bank principles and guidelines for effective insolvency and creditor rights systems (brief)”, <http://www.worldbank.org/en/topic/financialsector/brief/the-world-bank-principles-for-effective-insolvency-and-creditor-rights> (última consulta 31/03/2017).
- Zumbro, P., *An overview of debtor-in-possession financing*, Aspatore, 2010, pp.7-30.