



UNIVERSIDAD
DE PIURA

FACULTAD DE DERECHO

**El financiamiento a sociedades mercantiles concursadas.
Situación actual y análisis del proyecto de ley No. 5601 /
2022 – PE**

Tesis para optar el Título de
Abogado

Farid Omar Chara Clausen

Asesor(es):

Dr. Ernesto Alonso Calderón Burneo

Lima, febrero de 2026

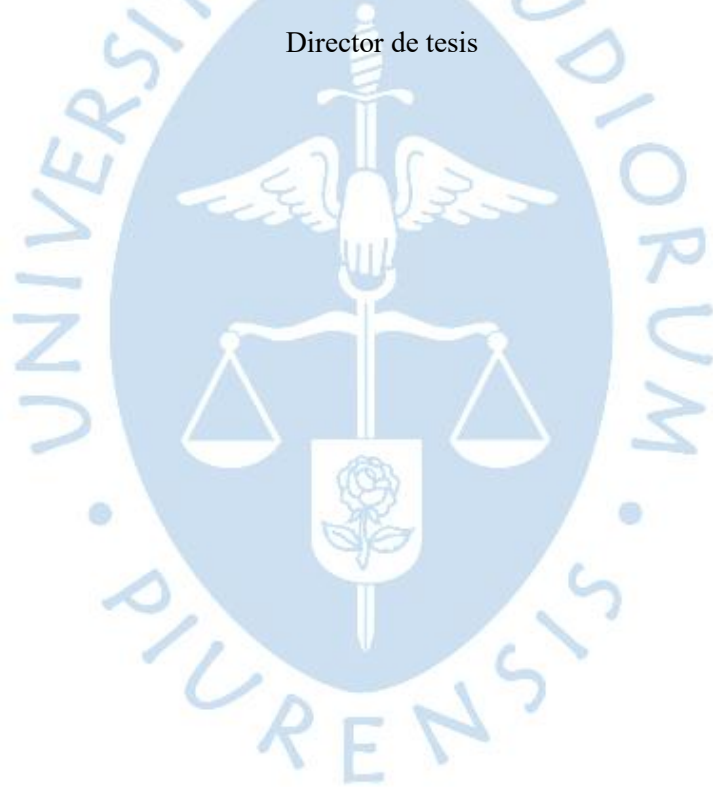
Aprobación

La tesis titulada “El financiamiento a sociedades mercantiles concursadas. Situación actual y análisis del proyecto de ley No. 5601 / 2022 – PE, presentada por el bachiller Farid Omar Chara Clausen en cumplimiento con los requisitos para obtener el Título de Abogado, fue aprobada por el director de tesis Dr. Ernesto Alonso Calderón Burneo.

Firma



Director de tesis





Declaración Jurada de Originalidad del Trabajo Final

Yo, Farid Omar Chara Clausen, egresado del Programa Académico de Derecho de la Facultad de Derecho de la Universidad de Piura, identificado(a) con DNI: 73374711, declaro que:

Soy autor del trabajo final titulado:

“El financiamiento a sociedades mercantiles concursadas. Situación actual y análisis del proyecto de ley No. 5601 / 2022 – PE”

El mismo que presento bajo la modalidad de Tesis para optar el Título profesional de Abogado.

El texto de mi trabajo final es original y no vulnera los derechos de terceros o, de ser el caso, derechos de los coautores, incluidos los derechos de propiedad intelectual, datos personales, entre otros. En tal sentido, el texto de mi trabajo final no ha sido plagiado total ni parcialmente, para lo cual, he respetado las normas internacionales de citas y referencias de las fuentes consultadas. Asimismo, el texto del trabajo final que presento no ha sido publicado ni presentado antes en cualquier medio electrónico o físico; y que la investigación, los resultados, datos, conclusiones y demás información presentada que atribuyo a mi autoría son veraces.

En caso de detectarse el incumplimiento de lo declarado asumo frente a terceros, la Universidad de Piura y/o la Administración Pública toda responsabilidad que pueda derivarse por el trabajo final presentado. Lo señalado incluye responsabilidad pecuniaria incluido el pago de multas u otros por los daños y perjuicios que se ocasionen.

La asesoría del trabajo estuvo a cargo de los siguientes docentes de la Universidad de Piura:

- Dr. Ernesto Alonso Calderón Burneo, identificado con DNI: 40599112

Declaro (declaramos) que:

Luego de haber empleado el software de coincidencia Turnitin, revisado las fuentes de información señaladas por el autor, y en razón de mi (nuestra) experiencia como investigador(es), declaro (declaramos) que las ideas expuestas en el trabajo final alcanzan las condiciones de calidad, integridad y originalidad acorde a los objetivos institucionales y estándares en materia de investigación. Finalmente, no asumo (asumimos) responsabilidad por la posible vulneración de derechos de autor en el trabajo final referido, pues tal responsabilidad es exclusiva del autor.

Fecha: 26/02/2026

Firma del autor¹

Firma del asesor¹

¹ Firma idéntica al DNI. No se admite digital, salvo certificado.

Agradecimientos

A Dios, a mis padres, a mis amigos, a mis jefes, a las personas que considero especiales y únicas en mi vida, y a mis profesores y maestros.



Resumen

La tesis analiza críticamente el diseño y funcionamiento del sistema concursal peruano regulado por la Ley General del Sistema Concursal (LGSC), poniendo especial énfasis en la función solutoria del derecho concursal: ordenar la situación de crisis patrimonial del deudor y permitir la recuperación más eficiente posible de los créditos de los acreedores. A partir de evidencia empírica y doctrina especializada, se verifica que el sistema presenta una marcada orientación liquidadora: la mayoría de acuerdos de la junta de acreedores optan por la liquidación incluso en casos en que la empresa presenta condiciones para continuar como negocio en marcha. Ello no responde únicamente a la situación económica del deudor, sino también a una configuración normativa que desalienta la continuidad y dificulta el acceso a liquidez durante el concurso. Sobre esa base, el trabajo se centra en el análisis del Proyecto de Ley No. 5601/2022-PE, que propone incorporar el artículo 16.4 y modificar el artículo 42 de la LGSC para reconocer una prelación reforzada a los créditos derivados de financiamiento otorgado a sociedades concursadas. Se sostiene que un régimen de financiamiento concursal con superprioridad puede corregir parcialmente el sesgo liquidatorio, alinear incentivos entre acreedores y financiadores, y ofrecer una vía efectiva para rescatar empresas viables, siempre que dicho financiamiento se sustente en informes de valorización que acrediten la conveniencia de la continuidad frente a la liquidación. La investigación adopta una metodología fundamentalmente dogmática y comparada, mediante el estudio sistemático de la LGSC y del proyecto de reforma, así como el examen de la experiencia de otros ordenamientos, en particular el régimen de reestructuraciones en España y el *Chapter 11* del *Bankruptcy Code* estadounidense. Se analizan instituciones como el financiamiento tipo *debtor in possession* (DIP), el *cram down*, las operaciones de *distressed M&A* (capitalización y adquisición de créditos, fusiones en contexto concursal) y el rol potencial de los *turnaround funds* y fondos de *special situations*. La tesis concluye que el sistema concursal peruano no requiere una refundación total, sino una reconfiguración de sus incentivos y herramientas para cumplir adecuadamente su función solutoria: reconocimiento explícito y prelación reforzada del financiamiento concursal; incorporación de criterios técnicos de valoración que permitan optar por la solución que maximice el valor para la masa; y habilitación clara de operaciones estructurales de reorganización empresarial. Estas reformas permitirían que la LGSC deje de operar predominantemente como un mecanismo liquidador y se convierta en una verdadera plataforma de solución de la insolvencia, y orientada a la real recuperación del crédito.

Tabla de contenido

Introducción	7
Capítulo 1 Las bases que representan e inspiran el sistema concursal peruano	9
1.1 La necesidad de una Ley Concursal	9
1.1.1 Reducción de los costos ex post insolvencia.....	13
1.2 Objetivo de la Ley General del Sistema Concursal	14
1.3 El papel de los acreedores en los procedimientos concursales	16
1.4 Marco de Protección Concursal.....	18
1.5 Los Principios Rectores de la Ley General del Sistema Concursal	18
1.5.1 Principio de Universalidad	19
1.5.2 Principio de Colectividad.....	20
1.5.3 Principio de Proporcionalidad.....	22
1.5.4 Principios Complementarios	22
1.6 La Acción de Ineficacia Concursal	23
1.7 Créditos Concuriales y Post. Concuriales.....	24
1.8 Los tipos de procedimientos en la Ley General del Sistema Concursal Peruano	25
1.8.1 Procedimiento Concursal Ordinario	26
1.8.2 Procedimiento Concursal Preventivo.....	26
Capítulo 2 La viabilidad de las reestructuraciones bajo la Ley General del Sistema Concursal y la realidad de los financiamientos a sociedades en concurso	28
2.1 Concepto actual de la insolvencia en sociedades mercantiles	28
2.2 La estructuración de capital de las sociedades mercantiles peruanas	28
2.3 La reestructuración o saneamiento empresarial.....	30
2.4 Medios para viabilizar la reestructuración: un análisis del financiamiento concursal, cram down, operaciones de <i>distressed M&A</i> y fondos de inversión.....	31
2.4.1 El financiamiento concursal como medio para viabilizar la reestructuración	31
2.4.2 La figura del <i>cram down</i> o arrastre de acreedores para la aprobación de un acuerdo de reestructuración.....	38
2.4.3 Las operaciones de <i>distressed M&A</i> o compraventa de empresas en situación de insolvencia.....	42
2.4.4 Los <i>turnaround funds</i> o fondos de capital riesgo	48
Capítulo 3 Medios para viabilizar la reestructuración: un análisis del financiamiento concursal, cram down, operaciones de distressed M&A y fondos de inversión bajo el ordenamiento peruano	53
3.1 El financiamiento concursal como medio para viabilizar la reestructuración	53
3.2 El <i>cram down</i> como medio para viabilizar la reestructuración.....	61
3.3 Las operaciones de <i>distressed M&A</i> como estrategia de reestructuración	73
3.4 Los <i>turnaround funds</i> o fondos de capital riesgo.....	87
Conclusiones	96
Referencias	103

Introducción

Desde su promulgación en 2002, la Ley General del Sistema Concursal (Ley No. 27809, en adelante, la “LGSC”) se ha constituido en la pieza central para el tratamiento de la insolvencia empresarial en el Perú. A lo largo de estos años, la norma ha sido objeto de diversas modificaciones y ajustes reglamentarios orientados, al menos en el plano declarativo, a cumplir su finalidad principal: ordenar la situación de crisis patrimonial del deudor y maximizar la recuperación de los créditos de los acreedores mediante procedimientos de reestructuración o liquidación. Sin embargo, la experiencia práctica muestra que entre el diseño normativo y los resultados efectivos del sistema subsiste una brecha relevante.

La evidencia empírica disponible ya advertía, desde los primeros años de vigencia de la LGSC, una marcada orientación liquidadora. Entre 2003 y 2005, aproximadamente el 69 % de los acuerdos de la junta de acreedores respecto del destino del deudor concursado correspondían a liquidaciones, mientras que solo el 31 % eran reestructuraciones (Jiménez Chocano, 2005).

Este patrón no solo se mantiene en la práctica contemporánea, sino que ha consolidado una percepción de los procedimientos concursales como antesala de la liquidación, lo que incentiva a muchas empresas a negociar extra concursalmente o a acudir al sistema únicamente cuando la liquidación es ya el desenlace inevitable. En esa línea, se ha sostenido que el sistema peruano “ha dejado de ser, fundamentalmente, un instrumento para reducir costos de transacción y se ha convertido en un sistema de eliminación de deudores ineficientes” (De Bracamonte Melgar, 2002).

El trabajo parte de la premisa de que esta orientación liquidadora no responde exclusivamente a la “ineficiencia” de los deudores, sino también a cómo el ordenamiento configura los incentivos de acreedores y potenciales financiadores, especialmente en lo que atañe a la viabilidad de empresas cuyo valor de negocio en marcha (VNM) es superior al valor de liquidación (VNL).

En estos casos, un sistema concursal eficiente debería favorecer soluciones de continuidad, siempre que existan herramientas jurídicas y financieras que permitan canalizar liquidez hacia el deudor, reforzar su patrimonio y mejorar la expectativa de recuperación del crédito. Sin embargo, la regulación actual del financiamiento post concursal, particularmente el lugar subordinado que ocupan estos créditos en el orden de prelación, y la ausencia de mecanismos robustos de protección y asignación de riesgos desalientan la participación de bancos, inversionistas y fondos especializados, reforzando el sesgo *pro liquidatore* del sistema.

En este contexto, adquiere especial relevancia el Proyecto de Ley No. 5601/2022-PE, que propone introducir el artículo 16.4 e incorporar ajustes al artículo 42 de la LGSC para

reconocer una prelación reforzada al financiamiento otorgado a sociedades concursadas. Estas modificaciones, analizadas en profundidad en los capítulos segundo y tercero de este trabajo, se conectan con un debate más amplio sobre el principio de neutralidad del sistema concursal, entendido no como indiferencia formal entre reestructuración y liquidación, sino como diseño normativo que permita que la opción económicamente más eficiente (según la comparación entre VNM y VNL) prevalezca sobre decisiones mayoritarias basadas en incentivos de corto plazo o en un uso abusivo de la autonomía privada de los acreedores.

El objetivo general de esta tesis es, así, contribuir a la construcción de un marco teórico y dogmático que justifique e integre, en el sistema jurídico peruano, operaciones de financiamiento a favor de sociedades concursadas, en clave de financiamiento concursal o DIP *financing*, como instrumentos legítimos para maximizar el valor del patrimonio del deudor, incrementar las tasas de recuperación de los acreedores y reducir la orientación liquidadora del sistema.

Para ello, se analiza críticamente la LGSC vigente y el citado proyecto de reforma, y se contrastan sus soluciones con la experiencia comparada, en particular el régimen de reestructuraciones tempranas en España y el *Chapter 11* del *Bankruptcy Code* estadounidense, con especial énfasis en instituciones como el *cram down*, el financiamiento con superprioridad, las operaciones de *distressed M&A* y la participación de *turnaround funds* y fondos de *special situations*.

Metodológicamente, el trabajo combina un enfoque dogmático, revisión sistemática de la LGSC, su reglamentación y el proyecto de reforma, con herramientas de análisis económico del derecho, centradas en la comparación entre VNM y VNL como criterio rector de decisiones eficientes. El capítulo primero desarrolla el marco conceptual del sistema concursal, el principio de neutralidad y la noción de valor de negocio en marcha.

El capítulo segundo examina la estructura actual de la LGSC, su sesgo liquidador y los problemas que plantea la ausencia de un régimen de financiamiento concursal, mientras que el capítulo tercero profundiza en las figuras del financiamiento post concursal, el *cram down*, las operaciones de *distressed M&A* y el rol potencial de vehículos especializados de inversión. A partir de este recorrido, se formulan conclusiones y propuestas orientadas a reconfigurar el sistema concursal peruano como una verdadera plataforma de reorganización y preservación de valor, y no solo como un instrumento de eliminación de deudores.

Capítulo 1

Las bases que representan e inspiran el sistema concursal peruano

1.1 La necesidad de una Ley Concursal

El Derecho Concursal busca resolver la situación de insolvencia del deudor a fin de satisfacer a los acreedores, en ese sentido, según Rojo y Beltrán (Alfaro Águila-Real, 2005) la normativa concursal debe ser solutoria para satisfacer a los acreedores de la manera más adecuada. En ese sentido, la ley concursal, ante el conflicto de interés que emana entre los acreedores por el deudor insolvente, debe tener esta finalidad solutiva para solucionar esos conflictos de interés que surgen en el mercado producto de la insolvencia del deudor (Moreno Buendía, 2021).

En el ordenamiento peruano, esto se traduce en un procedimiento concursal que permite a los acreedores, haciendo uso del poder coactivo que tienen sobre el patrimonio del deudor insolvente, administrar eficientemente los recursos para recuperar sus créditos mediante la reestructuración o liquidación del deudor.

Si bien es cierto que la solución del conflicto de interés implica la recuperación del crédito, no hay que olvidar que la función solutoria implica cesar esa situación de insolvencia que se traduce como incertidumbre y riesgo que viven los acreedores, por ende, el efecto que tiene la normativa concursal hacia las partes es resolver los costosos problemas de coordinación entre los acreedores que se ven envueltos en la situación de insolvencia de la empresa deudora (Ezcurra Rivero, Privaticemos la insolvencia, 2002). En ese sentido, cesar el conflicto de interés permite reducir los costos de coordinación entre los acreedores, facilitando que ellos mismos puedan adoptar la solución más eficiente, rápida y menos gravosa para recuperar su crédito.

Dicho esto, la normativa concursal tiene como objetivo resolver el conflicto de interés derivado de la situación de insolvencia del deudor a fin de satisfacer a los acreedores, uno de los medios que tiene el sistema es reducir aquellos costos de coordinación entre los acreedores mediante la implementación de reglas que fomenten acuerdos colectivos, esto es para evitar la ineficiencia y la destrucción del patrimonio que surgirían de acciones individuales y descoordinadas.

Precisamente, se quiere evitar la ineficiencia y la destrucción de valor que surgirían de acciones individuales y descoordinadas contra el patrimonio del deudor insolvente en ausencia de una normativa concursal, ya que, al imponer un procedimiento colectivo y ordenado, el sistema concursal permite asignar los recursos del deudor de la manera más eficiente posible, maximizando el valor disponible para asignar recursos – ya sea mediante una reestructuración

o liquidación - y, por consiguiente, mejorando las perspectivas de cobro para todos los acreedores a fin de tutelar su derecho de crédito.

Como precisa Baird, la reducción de los costos de coordinación no es un fin en sí mismo, sino un medio esencial para salvaguardar y maximizar la efectividad del derecho de crédito de los acreedores cuando el deudor se encuentra en situación de insolvencia. Un buen sistema concursal funciona como un mecanismo para internalizar las externalidades negativas de la acción individual y así asegurar una recuperación más justa y eficiente para todos (Baird D. , 2006).

En el ordenamiento peruano, la normativa concursal la podemos encontrar en la Ley General del Sistema Concursal. La razón de ser de esta ley es canalizar ordenadamente la concurrencia de dichos acreedores – quienes comparten un mismo deudor en común – a través de un procedimiento en sede administrativa que permite asegurar el derecho de crédito – el cual forma parte de la esfera patrimonial del acreedor – mientras dichos acreedores negocian óptimamente la recuperación de su crédito ante el incumplimiento de la empresa deudora por la crisis patrimonial que afronta.

Puede afirmarse, entonces, que el *finis ultimos* del Derecho Concursal moderno es gestionar y resolver el conflicto de intereses que emana entre los acreedores ante la insolvencia del deudor. En este marco, la función solutiva implica eliminar la incertidumbre que afecta al mercado, generando condiciones que permitan a los acreedores actuar de manera coordinada. De este modo, se busca minimizar los costos de coordinación y facilitar la adopción de soluciones conjuntas que resulten más eficientes y menos onerosas para la recuperación de sus créditos.

En ese sentido, Rojo y Beltrán (Alfaro Águila-Real, 2005) comentan que lo que hoy conocemos como Derecho Concursal, tiene sus raíces en el derecho romano y empezó en el seno de roma como un procedimiento de ejecución personal, donde el acreedor tenía la potestad de matar o esclavizar al deudor para satisfacer la deuda pendiente, seguidamente, este procedimiento experimentó una transformación hacia una ejecución patrimonial, en esta nueva fase, el acreedor o los acreedores tomaban control de los bienes del deudor para satisfacer su crédito mediante la retención del mismo o destruyendo esos bienes, siendo la segunda opción un medio coactivo para el deudor se obligue a pagar.

En ese mismo lapso de tiempo, mencionan que se introducen mejoras para facilitar la recuperación del crédito, bajo esa perspectiva, los acreedores tenían dos opciones: i) transmitir el patrimonio del deudor hacia un tercero solvente para que se subrogue en el rol del deudor inicial, este sucesor a título universal asumía las deudas y las paga a los acreedores bajo el

principio de *par conditio creditorum*, y si no había suficientes bienes, se pagaba en desigualdad; o, ii) promover la venta separada de los bienes del deudor por medio de un curador que aplicaba el principio de *par conditio creditorum* para que todos los créditos puedan verse satisfechos (Alfaro Águila-Real, 2005).

Posteriormente, en la edad media, el procedimiento concursal mantuvo su carácter patrimonial, pero entra en una fase de judicialización. De esta manera, con la expansión del comercio, la masificación de los mercaderes y la consolidación del Derecho Mercantil conllevó a que el procedimiento de ejecución patrimonial se lleve a cabo en sede judicial y sea aplicable a los comerciantes insolventes. Dicho procedimiento era de carácter ejecutivo y recaía sobre el patrimonio del deudor en forma colectiva.

Los mismos autores señalan que la doctrina concursal se consolidó como un procedimiento patrimonial en sede judicial, de ejecución colectiva, basado en la cesión de bienes y aplicable a cualquier tipo de deudor. Esta concepción, como señalan los autores, se reflejó en las Ordenanzas de Bilbao y se mantuvo hasta el Código de Comercio español de 1885.

No obstante, es crucial evidenciar que, si bien el procedimiento concursal en sus orígenes fue concebido como punitivo y liquidador, la influencia del Derecho Mercantil introdujo una moderación significativa.

Así, la mayoría de los sistemas legales comenzaron a adoptar una forma de acuerdo preventivo supervisado por los tribunales, una modalidad que, según Pulgar (1994), se configuró como un "instrumento concursal de carácter judicial, situado en un momento anterior a la declaración de quiebra". No obstante, es crucial entender que la finalidad de estos convenios no era la de mantener a flote la actividad económica del deudor. Más bien, la conservación del negocio era solo un medio para alcanzar el objetivo principal: la satisfacción de los acreedores.

Tal como indica Pulgar (1994), en este periodo histórico, no será la viabilidad económica de la empresa lo que delimitará la apertura del convenio frente a la quiebra, sino una especial cualificación del deudor comerciante.

De forma estratégica, esta corriente suavizó los procedimientos concursales, buscando evitar un castigo desproporcionado para el empresario y permitiendo, en cierta medida, la conservación de la empresa como unidad productiva. A través de los convenios, se procuraba su continuidad y el pago de las obligaciones, estableciendo así un equilibrio y dotando de razonabilidad a las decisiones de los acreedores en la recuperación de sus créditos.

En el Código de Comercio español de 1885, la tendencia puramente liquidatoria sobre el patrimonio de las sociedades mercantiles se reguló con el objetivo de mitigar su severidad,

ya que, también se preocupó por incluir un procedimiento de suspensión de pagos o preventivo para prevenir la insolvencia.

Un procedimiento preventivo, a la luz del Código de Comercio español de 1885 descrita por los autores, implicó una modificación en la naturaleza del procedimiento para evitar efectos tan drásticos. Así, se distinguían el procedimiento de quiebra, que implicaba una insolvencia definitiva, y el procedimiento de suspensión de pagos, que se tramitaba cuando el deudor carecía de bienes suficientes para cumplir sus obligaciones y se entendía como una insolvencia provisional.

Es decir, si bien el deudor se somete al poder coactivo del acreedor, el objetivo no se limita a la disolución y liquidación para recuperar el crédito, sino que también se busca brindar una oportunidad para revertir esa situación de crisis financieras patrimonial mediante la maximización del patrimonio a través de la aprobación de un convenio de reestructuración. Finalmente, la Ley Concursal Española del 9 de julio de 2003 sustituyó ambos procedimientos por la figura única del concurso de acreedores.

En todo momento podemos evidenciar que, desde el nacimiento hasta la modernidad, el Derecho concursal se ha caracterizado por dar a los acreedores la capacidad de coercitiva sobre el patrimonio del deudor. En ese sentido, cuando hay un desequilibrio financiero que conlleva a una situación de insolvencia, la cual se manifiesta en la suspensión de pago a los acreedores, el patrimonio del deudor queda sujeto a la potestad de sus acreedores.

Así Viguera (1992) establece que el fundamento del sistema concursal recae en el principio de responsabilidad patrimonial, que, desde su interpretación, si el deudor, en su rol de titular de los bienes, los conduce a un estado de insolvencia – ya sea por causas exógenas o endógenas – queda sujeto a la acción coactiva de sus acreedores como consecuencia de dicho desbalance que culmina en la cesación de los pagos.

En otras palabras, si la prestación objeto de la obligación no se cumple, los acreedores pueden ejecutar el patrimonio del deudor para satisfacer su crédito. La insolvencia, por tanto, se presenta como una situación externa entre el deudor y su patrimonio. Si esta situación de irresponsabilidad conduce a un estado de cesación de pagos, la consecuencia directa es la activación de la responsabilidad patrimonial descrita por Viguera.

Sobre la base de lo expuesto, Rojo y Beltrán (Alfaro Águila-Real, 2005) establecen que el pilar del Derecho Concursal es la función solutoria, considerando esto nuestro sistema concursal si es solutorio, sin embargo, ellos mencionan que la capacidad solutiva de un sistema concursal debe ser neutral, la neutralidad implica que se debe dejar a las partes, es decir los acreedores, al amparo del principio de autonomía privada de los acreedores, para que ellos

escojan la mejor forma de solucionar la situación de insolvencia a fin de recuperar sus créditos, así pueden optar por la reestructuración o la disolución y liquidación del Deudor.

1.1.1 Reducción de los costos ex post insolvencia

El Derecho Concursal cumple una función de coordinar colectivamente los intereses de los acreedores frente a la insolvencia del deudor. Siendo la finalidad principal la recuperación eficiente del crédito, objetivo que no podría alcanzarse si cada acreedor actúa de manera individual. Sin embargo, la acción individual es perjudicial cuando hay muchos acreedores.

La insolvencia, entendida como la cesación general de pagos por parte del deudor, afecta directamente la expectativa de cobro de los acreedores, quienes comparten el interés común de maximizar la recuperación de sus créditos. Frente a esta situación, el ordenamiento concursal tiene mecanismos para tutelar esa finalidad principal, así como mecanismos para organizar y proteger la actuación colectiva de los acreedores, evitar la destrucción del patrimonio del deudor, y permitir que se adopten decisiones racionales y eficientes, como la reestructuración del deudor concursado o, en su defecto, la liquidación ordenada de los activos.

La coordinación entre los acreedores es un problema central en escenarios de insolvencia. Sin un marco normativo que regule esta interacción, cada acreedor estaría incentivado a ejecutar individualmente su crédito, generando un resultado ineficiente para el conjunto. El Derecho Concursal reduce estos costos de coordinación, entendidos como los obstáculos para lograr acuerdos colectivos eficaces, mediante un procedimiento estructurado que frena temporalmente las acciones individuales de cobro, establece un foro común y neutral para negociar, y permite decidir colectivamente si la empresa debe continuar operando o ser liquidada.

Este enfoque busca maximizar el valor económico del patrimonio del deudor como fuente de repago común para todos los acreedores, generando una solución eficiente en la que, en ciertos casos, puede resultar más rentable mantener operativa la empresa antes que proceder a su liquidación inmediata, en ese sentido, se quiere garantizar que los procedimientos y acuerdos adoptados se orienten a maximizar el valor del patrimonio del deudor que se encuentra en estado de insolvencia. La finalidad última de esta maximización es tutelar el derecho de crédito de los acreedores, facilitando así la satisfacción de su expectativa de cobro y la recuperación efectiva de sus créditos de la masa concursal (Lopez, Torre, & Sanfilippo, 2011).

En ausencia de un sistema concursal, los acreedores enfrentarían altos costos *ex post* derivados del desorden y la falta de coordinación, los cuales pueden ser calificados como costos sociales. Estos costos tienen en dos efectos negativos: i) pérdida de oportunidad para coordinar decisiones eficientes, como optar por una reestructuración en vez de una liquidación

apresurada; y, ii) imposibilidad de asignar racionalmente valor a las unidades de negocio del deudor, lo que impide distinguir entre empresas viables y no viables (Ezcurra Rivero, Privaticemos la insolvencia, 2002).

Así, en un entorno donde existe el Derecho Concursal, pero el deudor carece de un patrimonio suficiente para cubrir la totalidad de las acreencias, los acreedores se ven forzados a competir de manera desordenada y en defensa de sus propios intereses, por consiguiente, solo una porción de los acreedores logrará recuperar algo de su inversión, mientras que el resto quedará sin posibilidad de cobrar sus acreencias. Esta conclusión es aplicable cada vez que el patrimonio del deudor es insuficiente para satisfacer todas las deudas pendientes.

1.2 Objetivo de la Ley General del Sistema Concursal

En el caso peruano, la ley concursal explícitamente reconoce que el objetivo es la recuperación de los créditos de los acreedores que se ven afectados por la situación de insolvencia del deudor. Nuestra LGSC lo establece en los siguientes términos:

“Artículo I.- Objetivo de la Ley

El objetivo de la presente Ley es la recuperación del crédito mediante la regulación de procedimientos concursales que promuevan la asignación eficiente de recursos a fin de conseguir el máximo valor posible del patrimonio del deudor.”²

Si bien la finalidad de las normas concursales es la recuperación del crédito. En este sentido, como señalan López, Torre y Sanfilippo (2011), resulta fundamental que todo sistema concursal establezca los medios y recursos apropiados para alcanzar dicho fin.

En nuestro sistema jurídico, la protección efectiva del derecho de crédito que asiste a los acreedores frente a sus deudores se materializa mediante la creación de procedimientos específicos diseñados para facilitar esta recuperación.

Estos procedimientos buscan activamente maximizar el patrimonio del deudor, considerado la garantía común de los acreedores, con el objetivo último de permitir la recuperación de las acreencias a través de la reestructuración del deudor o su disolución y liquidación.

Uno de los instrumentos clave para lograr esta maximización y asegurar una distribución equitativa es el procedimiento concursal. Este mecanismo que se desarrolla en sede administrativa no solo organiza el proceso de cobro bajo un marco legal unificado, sino que ofrece beneficios cruciales para la preservación del activo del deudor, como la suspensión de la exigibilidad de las obligaciones, el marco de protección concursal y las acciones de ineficacia

² Artículo I del Título Preliminar de la Ley General del Sistema Concursal – Ley No.27809

concurzal. Tales medidas son esenciales para mantener la integridad patrimonial del deudor, garantizando así que todos los intervinientes en el procedimiento concursal tengan una base sólida sobre la cual procurar la recuperación de su crédito.

Siendo la recuperación del crédito la finalidad explícitamente declarada por la ley, es relevante mencionar que, hay un sector de la doctrina que afirma que hay finalidades ulteriores o subordinadas que derivan de la tutela efectiva de la recuperación del crédito, siendo estas: i) La protección del derecho de crédito; ii) cumplimiento de los contratos; y, iii) disminución de los costos de transacción. Así, estas finalidades que he mencionado anteriormente son el resultado *ex – post* que genera la recuperación del crédito en un sistema concursal.

Para lograr una recuperación eficiente del crédito, es fundamental la disminución de los costos de transacción. Esto se consigue precisamente a través de una gestión que optimice los recursos y simplifique los procesos. La protección del crédito, por su parte, se materializa dentro del mismo procedimiento concursal, que se erige como el espacio idóneo para la aplicación de las normas concursales.

Como bien señalan López, Torre, y Sanfilippo (2011), los procedimientos concursales son el medio para que los acreedores puedan reunirse y adoptar acuerdos eficientes con el objetivo de maximizar el valor del patrimonio del deudor insolvente a fin de que puedan recuperar su crédito y satisfacer esa expectativa de cobro pendiente. En esencia, el procedimiento concursal no es solo un marco legal, sino una herramienta estratégica para la coordinación y la maximización del valor en situaciones de insolvencia.

Para Montero Aroca (Agreda, Terrazos, & Vásquez, 2005), el procedimiento es el conjunto de actuaciones destinadas a conseguir la paz social. En ese sentido, la paz social en el ámbito concursal se ve directamente distorsionada por la cesación de pagos producto de la situación de insolvencia del deudor. Así esta situación no solo afecta a los acreedores, sino que genera un desbalance en el equilibrio económico, el mercado y la seguridad jurídica, por consiguiente, se proyecta una inestabilidad que afecta el orden social.

El procedimiento concursal emerge, entonces, como un medio idóneo para tutelar y restaurar esa paz social. En este marco, los acreedores asumen un rol central, dirigiendo las actuaciones para recuperar su crédito. Su interés en la satisfacción de sus acreencias no es meramente particular, sino que se alinea con el objetivo superior de sanear la situación de insolvencia. Para salir de esta situación crítica, los acreedores, a través de la adopción de acuerdos, determinarán las vías más convenientes –ya sea la liquidación o la reestructuración– para la eficiente recuperación de su crédito con cargo al patrimonio del deudor

Este diseño procedimental se fundamenta en el principio de la autonomía de los actos privados de los acreedores. Dicho principio permite a los acreedores actuar de manera autónoma en aras de tomar decisiones eficientes que les permitan recuperar su crédito. La oponibilidad *erga omnes* de estos acuerdos es fundamental, ya que, garantiza que las decisiones colectivas tomadas por los acreedores se apliquen a todos los involucrados, permitiendo una correcta determinación y asignación de los recursos del deudor concursado. De esta manera, se asegura no solo la recuperación eficiente de los créditos, sino la recomposición del orden y la restauración de la paz social que la insolvencia había fracturado.

1.3 El papel de los acreedores en los procedimientos concursales

El sistema concursal peruano está diseñado para favorecer a los acreedores, es un *creditor – oriented – system*, por ende, ellos mismos mediante la junta de acreedores tienen sus manos el poder de elegir el destino del deudor, a fin de lograr una reestructuración o liquidación *in gratiam recuperandim* de su crédito. Así lo dispone la LGSC:

“Artículo III. Decisión sobre el destino deudor

La viabilidad de los deudores en el mercado es definida por los acreedores involucrados en los respectivos procedimientos concursales, quienes asumen la responsabilidad y consecuencias de la decisión adoptada.”³

Dicho esto, el sistema concursal crea un espacio para que los acreedores tomen decisiones respecto del patrimonio del deudor en situación de crisis. La ley concursal busca trasladar ese control a los acreedores, quienes poseen los incentivos adecuados para resguardar el valor de dicho patrimonio. En contraste, los socios o accionistas de la sociedad concursada no cuentan con incentivos correctos para adoptar decisiones responsables, ya que, podrían verse tentados a emprender proyectos riesgosos que, en caso de fracasar, no les generan pérdidas directas.

Esta situación perjudica exclusivamente a los acreedores, quienes asumen las consecuencias negativas. Por ello, resulta contraproducente que los socios o accionistas dirijan el destino de la sociedad en concurso, dado que no están orientados a maximizar el valor de la empresa ni a garantizar la recuperación de las acreencias (Ezcurra Rivero, 1996).

En contextos de crisis, se ha demostrado que el patrimonio del deudor pertenece, en los hechos, a los acreedores, y son ellos quienes deben estar en mejor posición para protegerlo. No obstante, actualmente no existe una norma que habilite legalmente a terceros a tomar decisiones

³ Artículo III del Título Preliminar de la Ley General del Sistema Concursal – Ley No.27809

dentro de una estructura societaria. Lo más cercano son las impugnaciones a acuerdos societarios bajo la LGS, pero estas no otorgan control directo a los acreedores.

Entonces si los accionistas o socios de la sociedad concursada no tienen los correctos incentivos para tomar decisiones, *contrario sensu*, los acreedores si tienen los correctos incentivos para tomar decisiones, puesto que, dependiendo del nivel de riesgo de su decisión, definitivamente si les afectará en aras de recuperar su crédito, por ende, en virtud de los correctos incentivos que tienen estos a través de la junta de acreedores, ellos son quienes dirigen el proceso y actúan en base a su interés primordial, el cual es recuperar su crédito.

Bien hemos mencionado que los acreedores tienen los correctos incentivos para tomar las decisiones en base al destino del deudor, por ende, el estado – a través del Indecopi - les ha reconocido a ellos la potestad para que puedan actuar con un margen de libertad en base a sus interés, así en base al principio de la autonomía privada de los acreedores, ellos pueden crear, regular, modificar o extinguir relaciones jurídicas patrimoniales en virtud de recuperar su crédito con un margen de libertad amplio pero sin que sus actos vayan en contra de la ley o desnaturalicen los objetivos del concurso (Espinoza & Atoche, 2013)⁴.

A su vez, este principio se vincula con el principio de privatización de los procedimientos concursales, en razón de que pese a que el procedimiento concursal en el ordenamiento peruano sea administrativo, el legislador ha establecido que la decisión final la tienen los acreedores sea para reestructurar o liquidar, no obstante, si bien la junta de acreedores es el órgano supremo que dirige el concurso y tiene cierta autonomía, no podemos omitir que el Indecopi tiene potestad para fiscalizar las decisiones de la junta de acreedores, puesto que, los acreedores no pueden ser jueces de sus propias decisiones, a fin de garantizar que el contenido de estas sean compatibles con la LGSC, las leyes y las buenas costumbres.

Es relevante mencionar que, si bien la misma ley dispone que los acreedores son los que en mejor posición están para administrar el patrimonio del deudor a fin de recuperar su crédito, para ser acreedor, hay que solicitar serlo a través del procedimiento de reconocimiento de créditos⁵, una vez que la secretaría técnica de la Comisión de Procedimientos Concursales (en adelante, la “CCO”) del Indecopi aprueba mediante resolución el reconocimiento de los créditos

⁴ Este límite puede evidenciarse en la Resolución No. 3333 – 2010/ SCI – INDECOPI, donde el Tribunal del Indecopi determinó que los límites a este subprincipio son que las decisiones de los acreedores no pueden ir en contra de los objetivos propios del sistema concursal ni sobre las disposiciones de orden público.

⁵ El artículo 37.1 de la Ley No. 27809, Ley General del Sistema Concursal, dispone que los acreedores que soliciten el reconocimiento de sus créditos deben presentar la documentación e información necesarias que sustenten su pretensión. Esta debe incluir el detalle de los montos correspondientes a capital, intereses y gastos liquidados hasta la fecha de publicación del aviso previsto en el artículo 32. Asimismo, deben indicar el orden de preferencia que consideran aplicable, adjuntando los documentos que acrediten dicho orden.

presentados, los solicitantes adquieren la condición de acreedores dentro del marco del procedimiento.

Por consiguiente, los acreedores están facultados para intervenir en las juntas con derecho a expresarse y emitir voto, solicitar información relevante que les permita tomar decisiones informadas, impugnar los acuerdos que se adopten y, además, iniciar la acción destinada a obtener la declaración de ineficacia concursal que permite impugnar los actos de disposición del patrimonio realizados por el deudor que resulten contrarios al interés de la masa concursal.

1.4 Marco de Protección Concursal

La LGSC tiene como finalidad principal la recuperación del crédito en un contexto de insolvencia. Para alcanzar este objetivo, resulta esencial asegurar la intangibilidad del patrimonio del deudor durante el procedimiento concursal, de modo que las acreencias puedan ser satisfechas con cargo a dicho patrimonio. Esta protección se concreta a través del Marco de Protección Concursal (en adelante, "MPC"), previsto por la LGSC, el cual impide la ejecución individual mediante la suspensión de embargos, la declaración de inexigibilidad de obligaciones y el cese del devengo y capitalización de intereses moratorios.

No obstante, la activación del MPC no es automática con la declaración de insolvencia; conforme a la ley, se requiere la publicación de la situación concursal en el Boletín Concursal del Indecopi. En ausencia de esta publicación, los acreedores mantienen la posibilidad de ejercer acciones individuales contra el deudor. La finalidad primordial del MPC es proteger el patrimonio del deudor de acciones individuales de los acreedores, previniendo la desmembración patrimonial y el temido "efecto Buffet" según Bullard (Rojas Leo, 2003), donde solo los acreedores más rápidos logran cobrar. Así, el MPC garantiza un ambiente justo y ordenado para la recuperación equitativa de los créditos.

El MPC se mantiene vigente hasta que la junta de acreedores adopte un Plan de Reestructuración (Proceso Concursal Ordinario), un Acuerdo Global de Refinanciación (Proceso Concursal Preventivo) o un Convenio de Liquidación (Proceso Concursal Ordinario). Es crucial señalar que el MPC se mantiene incluso ante un cambio de estado concursal, por ejemplo, de Preventivo a Ordinario, para evitar la materialización del "efecto Buffet" y asegurar que los acreedores puedan recuperar sus créditos.

1.5 Los Principios Rectores de la Ley General del Sistema Concursal

El sistema concursal peruano se articula sobre tres principios fundamentales: i) Universalidad; ii) colectividad; y, iii) proporcionalidad. Estos constituyen los ejes estructurales que orientan una gestión ordenada y equitativa frente a situaciones de insolvencia.

No obstante, para que estos principios funcionen de manera adecuada, es necesario complementarlos con otros lineamientos reconocidos en la LGSC, entre los cuales destacan: i) El inicio e impulso del procedimiento por parte de los acreedores; ii) la observancia de una conducta procesal diligente; iii) la integración normativa ante vacíos legales; iv) la interpretación funcional del Derecho Concursal; y, v) el rol promotor del Estado dentro del sistema. Estos cinco últimos principios, que podemos denominar principios complementarios, coadyuvan a asegurar la plena eficacia de los principios estructurales antes mencionados.

Si bien tenemos principios esenciales y complementarios, todos deben ceñirse al principio de economía y celeridad concursal, ya que, a través de este principio – el cual es un principio rector en la doctrina concursal – según Marega (2022), es primordial evitar la prolongación innecesaria de los plazos y la existencia de trámites concursales superfluos y onerosos que alarguen la incertidumbre sobre el patrimonio del deudor, y, en consecuencia, sobre el derecho de los acreedores. Desde esta perspectiva, los procesos concursales deben diseñarse para facilitar la recuperación del crédito de manera rápida y eficaz.

Asimismo, es fundamental que proporcionen certeza respecto a la situación patrimonial del deudor, ya que dicho patrimonio representa la garantía común frente a los acreedores. En última instancia, el propósito esencial del régimen concursal es asegurar una distribución eficiente de los recursos disponibles, optimizando el valor del patrimonio del deudor con el fin de atender, en la mayor medida posible, las obligaciones pendientes.

1.5.1 Principio de Universalidad

El principio de universalidad – también conocido como universalidad objetiva - alude a que todo el patrimonio del deudor estará comprendido en el concurso, así esto resulta lógico, ya que, si la finalidad de los procedimientos concursales es la recuperación del crédito, se sigue que, el patrimonio del deudor debe estar comprendido en su totalidad a fin de lograr la recuperación del crédito y satisfacer a los acreedores. En caso de que este principio no se encuentre recogido por el ordenamiento, consideramos que se dificultaría cumplir con la finalidad de la LGSC, evidentemente este principio se encuentra recogido en el Artículo IV del Título Preliminar de la LGSC.

El patrimonio del deudor es el conjunto de: i) bienes tangibles e intangibles; ii) intereses legales; iii) participaciones societarias; iv) beneficios de propiedad del deudor; y, v) activos, pasivos, derechos y obligaciones, sin perjuicio de los derechos y obligaciones nacidas post – concurso. En ese sentido, nuestra LGSC establece que el patrimonio del deudor debe abarcar el fondo empresarial, tanto sus bienes derechos y obligaciones en el artículo 14 de la LGSC, y las obligaciones en el artículo 15 de la LGSC, no obstante, es importante mencionar que el deudor

si se encuentra en una situación de concurso, se sigue que, no pierde el derecho de propiedad de los bienes que comprenden su patrimonio, así solamente pierde el derecho de administrarlo y disponerlos por una fallida gestión que devino en la situación de insolvencia.

Sobre las disposiciones del artículo 14.1 de la LGSC que en su último párrafo dispone que hay excepciones a los bienes inembargables y aquellos expresamente excluidos por las leyes especiales, se sigue que, sobre los bienes inembargables son los tipificados en el artículo 648 del Código Procesal Civil, mientras que los bienes que no se encuentran comprendidos en el patrimonio del deudor concursado por las leyes especiales, alude a los siguientes: i) Patrimonios Fideicometidos; ii) títulos de crédito hipotecario negociable; iii) warrant; y, iv) garantías mobiliarias.

Según Bado Cardozo y López Rodríguez (2016), la Universalidad Objetiva o Patrimonial, implica que el patrimonio del deudor es la prenda general de los acreedores, tanto esos bienes presentes, futuros y los reintegrados por una acción de ineficacia concursal, son la prenda general de los acreedores, en ese sentido, este principio tiene un efectivo restrictivo sobre el deudor, ya que, no puede usar, gozar, disponer y administrar dichos bienes, puesto que, pasan a la esfera de dominio de los acreedores para satisfacer sus acreencias, así la sociedad concursada ya no puede administrar y disponer de sus bienes a su libre albedrío si esta se encuentra en un procedimiento concursal ordinario, sin embargo, en el escenario de un procedimiento concursal preventivo, la administración y disposición de los bienes en el marco del concurso preventivo se ve limitado en menos potencia que si fuese en un concurso ordinario.

1.5.2 Principio de Colectividad

El principio de colectividad en nuestra norma concursal busca consolidar la participación de la totalidad de los acreedores ante la eventual crisis del deudor, a fin de que puedan participar en la debida toma de decisiones en aras de recuperar su crédito, es decir, la LGSC a través de este principio busca fin hacer primar la participación colectiva de todos los acreedores, puesto que, devengaría una injusticia si no se garantiza la participación de todos los acreedores. Este principio se encuentra recogido en el Artículo V del Título Preliminar de la LGSC.

Doctrinariamente este principio se traduce como la universalidad subjetiva, a fin de que se pueda hacer privilegiar el beneficio colectivo, así el principio está consolidado por la integración de dos principios, los cuales son los siguientes: i) principio de integración; y, ii) principio de interés colectivo.

1.5.2.1 Principio de Integración. Este principio señala que se busca la integración de todos los acreedores que mantienen un crédito con el deudor, para que concurran en aras de negociar colectivamente con orden y seguridad a fin de recuperar su crédito, no obstante, en el caso que un acreedor no se integre al concurso, se sigue que, no existe una vulneración al principio, puesto que, como hemos mencionado anteriormente, quien tiene debidos incentivos e intereses para recuperar su crédito solo son los mismos acreedores.

Por otro lado, si en un procedimiento concursal no existiese el principio de integración, se configuraría el famoso efecto *buffet* que hemos mencionado líneas arriba, así habrá el grupo de acreedores que formarán parte del procedimiento concursal de forma ordenada y el grupo de acreedores que al no haber enviado su solicitud de reconocimiento de créditos participarían de forma desordenada en perjuicio de los acreedores oportunos, por ende, el ordenamiento concursal incentiva a que los acreedores negocien colectivamente y de forma ordenada, por lo que según Silva (Ezcurra, Rojas, & Silva, 2003) la LGSC busca la participación ordenada de los acreedores para que todos tengan la oportunidad de participar en las decisiones respecto del destino del deudor, a fin de que los acuerdos adoptados tengan seguridad y oponibilidad.

Si se da la oportunidad a todos los acreedores para que se integren al procedimiento concursal, entonces ninguno podrá alegar desconocimiento los acuerdos adoptados de quienes sí lo hicieron, por lo que el principio de integración garantiza la debida tutela en aras de recuperar el crédito y como consecuencia asegura los objetivos y finalidades del sistema concursal (Robilliard D'Onofrio, 2013).

1.5.2.2 Principio de Interés Colectivo. El principio de integración asegura que todos los acreedores participen en las decisiones adoptadas por la junta de acreedores, lo cual permite que estas tengan eficacia erga omnes. Vinculado a ello, el principio de interés colectivo establece que debe primar el interés común sobre los individuales, de modo que el procedimiento concursal cumpla su finalidad principal: la recuperación del crédito.

Este principio se expresa en dos dimensiones: primero, en la necesidad de que las decisiones de la junta de acreedores beneficien a la colectividad de acreedores y no respondan a intereses particulares, ya que ello contravendría la finalidad del concurso; y segundo, en la primacía del interés colectivo sobre el individual, lo cual implica que las decisiones adoptadas por mayoría deben favorecer a todos los acreedores, sin perjudicar injustificadamente a las minorías.

En ese sentido, no todos los acreedores pueden ser equiparados en igualdad absoluta, ya que el estado de insolvencia exige concesiones recíprocas para preservar la eficiencia del régimen colectivo y alcanzar soluciones viables. Como señala si, el sistema concursal regulado

por la LGSC es de naturaleza colectiva porque garantiza la participación de todos los acreedores, orienta las decisiones al beneficio común y prioriza el interés colectivo (Higa Silva, 2013).

1.5.3 Principio de Proporcionalidad

Al amparo de este principio, los acreedores al interior del concurso participan proporcionalmente en el resultado económico del concurso, así si deviene la imposibilidad de que no se puedan satisfacer la totalidad de las acreencias con el patrimonio del deudor, se sigue que, los acreedores deben afrontar la crisis mediante la redistribución de las pérdidas de manera eficiente, es decir, se hace primar la distribución equitativa de las ganancias o pérdidas entre todos los acreedores pero respetando las garantías o privilegios propios de cada crédito (Arosemena Hague, 2013). Sobre el particular, la proporcionalidad que recoge nuestro ordenamiento concursal se conduce al *par conditio creditorum*, es decir, que los acreedores deben tener un trato igualitario en la distribución de las pérdidas del concurso.

El trato igualitario no siempre va a regir para todos los acreedores, ya que, se puede invocar un privilegio si y solo si lo ostenta, por ende, se puede hacer un trato diferenciado entre los acreedores si en el plano objetivo se puede invocar un privilegio, así los créditos laborales – por mandato constitucional – y los créditos garantizados – los que están respaldados por garantías o hipotecas – podrán invocar el privilegio en razón de la relación jurídica que celebraron con el deudor, contrario sensu, el trato igualitario primará solo sobre los acreedores que no pueden invocar un privilegio.

En este orden de ideas, podemos decir que el *par conditio creditorum* es un principio transversal, sin embargo, siguiendo las ideas de Díez Picazo (1982), se sigue que, se puede romper este principio si y solo si existe un mandato legal expreso que contemple un trato desigualitario sobre caracteres objetivos en base a un interés político, social y económico.

1.5.4 Principios Complementarios

Además de los principios fundamentales que inspiran nuestra LGSC, existen principios complementarios que rigen los procedimientos concursales.

El primero es el principio de impulso de los procedimientos concursales, que establece que el inicio e impulso de estos recae principalmente en los acreedores y el propio deudor; en el caso del procedimiento concursal ordinario, dada su naturaleza de interesados. Sin embargo, el Indecopi actúa subsidiariamente, fiscalizando y, ante la inacción de los acreedores, puede convocar de oficio a la junta de acreedores o dictar la disolución y liquidación. Excepcionalmente, el artículo 692.A del Código Procesal Civil permite promover el concurso cuando una autoridad judicial haya decretado la disolución y liquidación.

El principio de conducta procesal exige que todas las partes involucradas en estos procedimientos cumplan con los deberes de veracidad, probidad, lealtad, buena fe y moralidad en todas sus actuaciones, como señala Priori (2013). Complementariamente, el principio de integración de la norma impide que el Indecopi se desista de resolver un caso por deficiencia en la aplicación de la LGSC. Para otorgar una correcta tutela de los derechos en juego, el Indecopi debe aplicar los principios generales del derecho y los principios del derecho concursal.

Finalmente, el principio del rol promotor del estado reconoce, según Higa (2013), la primacía de la autonomía de los acreedores a través de la privatización del concurso, entendiendo que ellos tienen los incentivos correctos para dirigirlo. Si bien la LGSC mantiene esta privatización de las decisiones empresariales en favor de los acreedores, el Estado no es un actor pasivo. Cumple un rol activo en el reconocimiento de créditos, funcionando como un filtro, y un rol pasivo al actuar como acreedor tributario durante el concurso.

La intervención estatal debe orientarse a promover y facilitar la negociación entre acreedores y deudor, buscando decisiones eficientes con bajos costos de transacción, y siempre respetando la privatización de las decisiones sin perjuicio de sus facultades *ex-post* de fiscalización y su intervención subsidiaria durante el concurso.

1.6 La Acción de Ineficacia Concursal

La Acción de Ineficacia Concursal se concibe como un mecanismo judicial sumario diseñado para declarar ineficaces aquellos actos de disposición realizados por el deudor concursado que hayan causado un perjuicio a sus acreedores. En sintonía con el principio de autonomía privada de los acreedores, la acción de ineficacia concursal los faculta para revisar y, de confirmarse una afectación, extinguir relaciones jurídicas fraudulentas que el deudor haya celebrado con la intención de beneficiarse a costa de sus acreedores. La finalidad primordial de este mecanismo es satisfacer y garantizar las expectativas de cobro de los acreedores.

Los efectos de una acción de ineficacia concursal declarada fundada son de naturaleza restitutoria: los bienes que fueron dispuestos de mala fe por el deudor se reintegran a la masa concursal para tutelar la satisfacción y garantía de las expectativas de cobro de los acreedores. Al comparar la acción de ineficacia concursal con la acción Pauliana, la distinción clave de este instrumento concursal radica en que la legitimidad activa para obrar recae en todos los interesados en el concurso. Además, no es necesario demostrar la existencia de un acto fraudulento; basta con acreditar el perjuicio hacia los acreedores, quienes asumen la carga de la prueba.

En el ordenamiento concursal peruano, la acción de ineficacia concursal se encuentra regulada en el artículo 19 de la LGSC, el cual distingue dos momentos para la ineficacia de los actos del deudor: el periodo de sospecha y el periodo de ineficacia absoluta. El periodo de sospecha abarca los actos de disposición del deudor desde un (1) año antes de la solicitud de concurso, notificación de emplazamiento o notificación de inicio de Liquidación.

Para que un acto se configure como sospechoso, debe haber sido celebrado por el deudor y ser ajeno al desarrollo común, objeto social o actividades ordinarias de su negocio. Por otro lado, el periodo de ineficacia absoluta se extiende desde la fecha de corte hasta que se produce el desapoderamiento de la sociedad; es decir, hasta el nombramiento de un liquidador o administrador. A diferencia del periodo de sospecha, en este lapso no se requiere analizar si el acto de disposición fue distinto al objeto social del deudor, puesto que el propio artículo 19.3 de la LGSC establece de manera específica cuáles son los actos que perjudican a los deudores.

Finalmente, aunque el principio de neutralidad implica que la potestad decisoria sobre la estrategia óptima para recobrar los créditos recae exclusivamente en los acreedores, esta autonomía coexiste con la participación de la autoridad administrativa competente, Indecopi, que desempeña un rol de árbitro sin renunciar a sus facultades de supervisión y sanción.

Como señalan Rojo y Beltrán (Alfaro Águila-Real, 2005) es esencial que un sistema concursal contemple una función punitiva o represiva. En este sentido, la acción de ineficacia concursal constituye la manifestación más clara de dicha función, posibilitando la reversión de actos ejecutados por el deudor que hayan deteriorado su situación de insolvencia. Esta herramienta adquiere particular importancia cuando el deudor incurre en conductas fraudulentas para perjudicar a sus acreedores. Aquí se manifiesta la función de supervisión subjetiva por parte de los propios acreedores, quienes, ejerciendo su capacidad coercitiva, pueden instar a que aquellos bienes o derechos indebidamente sustraídos del patrimonio del deudor sean restituidos a la masa concursal. A diferencia de la fiscalización objetiva de Indecopi, la de los acreedores se ejerce en función de su interés particular en maximizar la recuperación de sus respectivos créditos.

1.7 Créditos Concuriales y Post. Concuriales

El crédito es el título que habilita al acreedor para que pueda ser participe del concurso ante el deudor, sin embargo, por un criterio de oportunidad – temporalidad tanto la doctrina como nuestra legislación junto con la jurisprudencia ha determinado que el acreedor que es diligente y solicita el reconocimiento de su crédito antes de la fecha límite de prescripción que disponga el Indecopi, en el caso que la administración le reconozca su crédito, se sigue que, será un crédito concursal.

Así los efectos de ser un acreedor con créditos concursales reconocidos – también son llamados créditos estructurales – son: i) Los titulares reconocidos tienen voz y voto en el desarrollo de la junta de acreedores; ii) no pueden ser ejecutados hasta que la junta de acreedores apruebe un acuerdo global de refinanciación, plan de reestructuración o el convenio de liquidación; y, iii) el cumplimiento de estos créditos estará sujeto a los instrumentos concursales adoptados por la junta de acreedores.

A la base de todo, si por un criterio de oportunidad – temporalidad se le otorga un privilegio a un acreedor, *contrario sensu*, el hecho de no ser oportuno en el tiempo genera una desventaja, así el acreedor que no solicitó el reconocimiento de su crédito antes de la fecha límite de prescripción, se sigue que, serán reconocidos pero el titular de este crédito post y gozan de estas prerrogativas: i) No tienen voz y voto en el desarrollo de la junta de acreedores; ii) este crédito es pasible de ser exigible según la fecha de vencimiento pactada originariamente; iii) se encuentra inafecto de los acuerdos que adopte la junta de acreedores; y, iv) no están comprendidos en los instrumentos concursales reorganizativos.

En base a lo mencionado anteriormente, considero que los créditos post – concursales no son del todo una desventaja para el acreedor, como se evidencia, pese a que no tenga los derechos políticos y económicos que tiene un crédito concursal, tiene el principal beneficio de que no se encuentre afectado el contenido obligacional de la relación jurídica originaria entre el acreedor y el deudor, por lo que, se paga según lo acordado, más no por los efectos de los instrumentos concursales reorganizativos.

Ahora, si un crédito concursal no se ve afectado por los instrumentos concursales reorganizativos evidentemente estará afectado por un convenio de liquidación, esto lo demarca el Art. 74.6 de la LGSC, el cual dispone que, ante el eventual acuerdo de la junta de acreedores de un convenio de liquidación, la masa post – concursal se integra a la masa concursal, así podemos decir que un convenio de liquidación genera un fuero de atracción que rompe con la concursabilidad de los créditos que viene demarcada por el criterio de oportunidad – temporalidad.

Finalmente, es relevante mencionar que para el pago de los créditos post – concursales en el supuesto que la junta de acreedores inicialmente haya acordado un convenio de liquidación, pero luego modifican el estado de concurso hacia una reestructuración, se sigue que, todos los efectos que haya desplegado el fuero de atracción se retrotraen.

1.8 Los tipos de procedimientos en la Ley General del Sistema Concursal Peruano

Nuestra LGSC regula dos procedimientos concursales clave para la recuperación del crédito: el Procedimiento Concursal Preventivo (en adelante, PCP) y el Procedimiento

Concursal Ordinario (en adelante, PCO). Ambos buscan fomentar un ambiente de negociación entre deudores y acreedores, permitiendo la recuperación del crédito mediante la reestructuración o, en su defecto, una disolución y liquidación ordenada para la salida del mercado. La aplicación de cada procedimiento dependerá de la situación específica del deudor, ya que cada uno posee sus propios requisitos y características.

1.8.1 Procedimiento Concursal Ordinario

El PCO permite reestructurar o liquidar al deudor. Puede ser iniciado por el propio deudor o por sus acreedores, si cumplen con los requisitos del art. 24 de la ley. El deudor debe precisar si opta por reestructuración o liquidación y presentar la información exigida por los arts. 24 y 25 de la LGSC.

Los acreedores también pueden solicitar el PCO si el crédito: i) es exigible; ii) ha vencido; iii) no ha sido pagado en 30 días; y iv) supera las 50 UIT (art. 26). Si son acreedores garantizados, deben ejecutar primero su garantía (art. 26.2).

Una vez iniciado el procedimiento, el deudor puede: i) pagar u ofrecer pagar la deuda; ii) allanarse; o iii) oponerse. La respuesta de la CCO dependerá de estas acciones. Si se declara el estado de concurso, se publica en el Boletín Concursal y se instala la junta de acreedores. El procedimiento concluye con la aprobación de un plan de reestructuración o un convenio de liquidación⁶.

1.8.2 Procedimiento Concursal Preventivo

El PCP es un mecanismo exclusivo del deudor, orientado a evitar una futura insolvencia. A diferencia del PCO, solo el deudor puede iniciarlo, cumpliendo los requisitos del artículo 103 de la LGSC. Para acceder al PCP, el deudor no debe estar en el supuesto del artículo 24, es decir, no puede tener más de un tercio de sus obligaciones vencidas e impagas por más de treinta días calendario. Además, debe acreditar que no presenta pérdidas acumuladas superiores a un tercio del capital social pagado, descontando reservas, y presentar la información exigida en el artículo 25 de la LGSC.

Al tratarse de un procedimiento preventivo, la administración de la sociedad permanece con los accionistas, sin que la junta de acreedores pueda modificarla, conforme al artículo 105. Este diseño busca garantizar que el proceso sea rápido y eficiente, manteniendo el control en manos del deudor. Solo participan en la junta de acreedores los acreedores concursales

⁶ Al amparo del artículo 53 de la LGSC para la aprobación o modificación de estos instrumentos concursales, se sigue que, en primera convocatoria se necesita el voto de los acreedores que representen un monto superior al 66,6% del monto total de los créditos reconocidos por la CCO, mientras que, en segunda convocatoria se requiere el voto favorable de los acreedores que representen un importe superior al 66,6% del total de los créditos asistentes.

oportunos. Para que el deudor salga del estado de concurso, la junta de acreedores debe aprobar un acuerdo global de refinanciación con más del 50% del total de créditos reconocidos o asistentes, según el artículo 109 de la LGSC.

Si el deudor solicitó la suspensión de la exigibilidad de sus obligaciones y la junta de acreedores rechaza el acuerdo global de refinanciación, el PCP concluye y los acreedores pueden iniciar un PCO. Sin embargo, como señala Gustavo Miró Quesada (2007), “no es que se mantiene el Estado de Concurso, más bien hay un cambio en el Estado de Concurso y evidentemente el MPC se mantiene si y solo si esa solicitud de inicio para el concurso ordinario se produce cuando aún estaba vigente el concurso preventivo”.

Por el contrario, si el deudor no solicitó la suspensión de la exigibilidad, la desaprobación del acuerdo global de refinanciación solo pone fin al PCP, sin que los acreedores puedan iniciar un procedimiento ordinario.



Capítulo 2

La viabilidad de las reestructuraciones bajo la Ley General del Sistema Concursal y la realidad de los financiamientos a sociedades en concurso

2.1 Concepto actual de la insolvencia en sociedades mercantiles

Hemos establecido que el Derecho Concursal tiene como finalidad principal ofrecer soluciones eficaces a los conflictos de interés que surgen en el mercado como consecuencia de la insolvencia del deudor. En ese sentido, la insolvencia en una sociedad mercantil puede tener su origen en factores tanto internos como externos, los cuales se traducen en la insuficiencia de activos para cumplir oportunamente con sus obligaciones financieras.

Así, para Candelario Macías y Rodríguez Grillo (1998), dichos factores —ya sean exógenos o endógenos— desencadenan una serie de consecuencias críticas para la sociedad, manifestadas en la confluencia de cuatro elementos fundamentales: (i) la imposibilidad de operar con normalidad; (ii) el incremento del pasivo; (iii) la falta de liquidez; y, (iv) la disminución del valor de los activos.

En base a los elementos mencionados anteriormente, la concurrencia de éstos impacta en el patrimonio y ello genera un desbalance que conlleva al *default* del deudor para el cumplimiento de sus obligaciones.

2.2 La estructuración de capital de las sociedades mercantiles peruanas

La confluencia de los elementos identificados por Candelario Macías y Rodríguez Grillo (1998) no solo compromete la estabilidad patrimonial del deudor, sino que también pone en evidencia, en muchos casos, deficiencias estructurales en la forma en que se ha configurado su estructura de capital. En efecto, el desbalance patrimonial que conduce al incumplimiento de las obligaciones no suele ser un hecho aislado, sino la manifestación de decisiones previas vinculadas con la composición del capital, el nivel de apalancamiento asumido y la gestión del riesgo financiero.

En el caso peruano, resulta fundamental analizar cómo están estructurados los pasivos y el capital de las sociedades, ya que, una crisis financiera no siempre se origina por una caída súbita en la operación o en los ingresos, sino que puede derivarse de una inadecuada estructuración del capital. En ese sentido, siguiendo el análisis de Chocano (2005) y la teoría de Michael C. Jensen (Jensen, 1989) sobre la privatización de los procedimientos concursales, se puede afirmar que no basta con observar el valor de negocio en marcha (en adelante, el VNM) o el valor de negocio en liquidación (en adelante, el VNL) de una empresa, sino que es indispensable atender también a su composición financiera interna.

Jensen (1989) plantea que dos sociedades con igual VNM y VNL pueden tener resultados radicalmente distintos frente a una situación de insolvencia dependiendo de su estructura de capital. Así, mientras una empresa puede tener un apalancamiento moderado — es decir, una proporción razonable entre capital y deuda —, otra puede encontrarse altamente endeudada, con una relación de pasivos que supera ampliamente a su capital social. La primera refleja un endeudamiento regular, mientras que la segunda revela una alta dependencia del financiamiento externo.

Desde la perspectiva de Jensen (1989) las empresas con mayor nivel de endeudamiento son más propensas a llegar a un “punto de insolvencia”, entendido como el momento en que el capital social ha sido absorbido por las pérdidas acumuladas. No obstante, paradójicamente, son estas mismas empresas altamente apalancadas las que tendrían mayores probabilidades de ser reestructuradas. Esto se debe a que, al haberse erosionado su capital, el VNM disminuye notablemente respecto del VNL, generando incentivos para los acreedores financieros a aceptar una reestructuración antes que enfrentar una liquidación con bajo nivel de recuperación.

En contraste, cuando la empresa mantiene un endeudamiento bajo, su valor de liquidación puede acercarse más al valor nominal de la empresa, reduciendo los incentivos para estructurar un plan de recuperación, ya que, la diferencia entre continuar operando o liquidar se vuelve marginal desde la perspectiva de los acreedores.

Siguiendo esta lógica, Jensen (1989) concluye que la pérdida de capital en sí misma no debe llevar automáticamente a la liquidación, especialmente en empresas cuyo financiamiento se basa mayoritariamente en deuda. En estos casos, la reestructuración puede ser una oportunidad racionalmente preferible a la disolución, puesto que el VNM sigue siendo competitivo frente al VNL. Por el contrario, cuando el capital predomina en la estructura financiera, la liquidación podría representar una salida más lógica, especialmente si los activos remanentes aseguran un nivel aceptable de recuperación para los accionistas.

En el contexto peruano, esta reflexión adquiere especial relevancia. La mayoría de las sociedades mercantiles locales presentan estructuras de capital donde los pasivos superan con creces el capital propio. Esta situación responde a diversas causas estructurales: la alta concentración del sistema financiero, el limitado desarrollo del mercado de capitales y los elevados costos de emisión de valores mobiliarios. Como consecuencia, las empresas suelen financiarse mayoritariamente mediante créditos bancarios o líneas de crédito, lo cual las posiciona dentro del espectro de alto apalancamiento.

Esta realidad plantea importantes implicancias para el régimen concursal: si bien muchas empresas llegan al concurso por presentar desbalances patrimoniales severos, la

elevada proporción de deuda en sus estructuras financieras hace que, en muchos casos, el incentivo económico racional y platónico no sea la liquidación, sino la reestructuración. Sin embargo, la efectividad de este camino depende de que el sistema concursal pueda facilitar mecanismos de refinanciamiento, protección de valor y continuidad operativa.

2.3 La reestructuración o saneamiento empresarial

En este contexto, la reestructuración se presenta como una herramienta para enfrentar los efectos de la insolvencia y preservar la continuidad operativa de aquellas sociedades que, pese a su situación crítica, mantienen un VNM superior al VNL, así como una capacidad productiva, organizativa y de generación de valor susceptible de ser recuperada.

En palabras de León Vásquez (2011), la decisión de reestructurar se justifica en función del valor que la empresa aún puede generar en beneficio de sus acreedores. En esa línea, la LGSC establece que el deudor podrá ser sometido a un proceso de reestructuración únicamente si no se encuentra en el supuesto en que las pérdidas acumuladas, deducidas las reservas, superen la totalidad del capital social pactado. Si bien esta disposición introduce un umbral cuantitativo que busca evitar la reestructuración de deudores cuya situación ameritaría la liquidación, lo cierto es que, conforme al principio de autonomía privada, son los propios acreedores quienes, a través de la junta de acreedores, tienen la facultad de decidir entre la reestructuración o la liquidación del deudor.

En caso se opte por la reestructuración, al amparo de la LGSC, se suscribe un acuerdo global de refinanciación en el marco de un procedimiento preventivo o un plan de reestructuración si se trata de un procedimiento concursal ordinario. El contenido de estos acuerdos concursales reorganizativos constituyen un concordato con efectos vinculantes frente a todos los acreedores. En tal sentido, en caso de incumplimiento del plan de reestructuración y de no subsanarse dicho incumplimiento en el plazo legal, se activa como consecuencia la disolución y liquidación del deudor (León Vásquez, 2011).

El autor sostiene que una empresa debe ser reestructurada cuando, en términos generales, el VNM es superior al VNL y, además, en la evaluación de viabilidad se determina que el negocio posee capacidad para generar flujos de caja futuros que superen la tasa de retorno exigida por los inversionistas en el mercado en el que opera.

En el contexto de empresas en situación de insolvencia o estrés financiero, los indicadores de valor de negocio en marcha y valor de negocio en liquidación se convierten en herramientas fundamentales para una valoración realista. El valor de negocio en marcha representa el valor que tendría la empresa si continuara operando normalmente, mientras que

el valor de liquidación refleja el valor que se obtendría si la empresa cesara sus operaciones y vendiera sus activos.

Según Herrera Balmisa (2022), la correcta estimación del valor de una empresa en dificultades requiere ajustar los métodos tradicionales de valoración, como el Descuento de Flujos de Caja (DCF), incorporando elementos como tasas de descuento ajustadas al riesgo, proyecciones conservadoras y, especialmente, la probabilidad de quiebra. Para ello, se propone un modelo de ajuste que pondera ambos valores según dicha probabilidad:

$$\text{Valor ajustado de los recursos propios} = (\text{Valor en marcha} \times (1 - p)) + (\text{Valor en liquidación} \times p)$$

Esto implica que los activos de la sociedad concursada son capaces de generar valor económico en el tiempo, y que existen mecanismos para obtener financiamiento que provea la liquidez necesaria a fin de maximizar el VNM y brindar solidez al proceso de reestructuración. Sin embargo, la eficacia de dicha decisión estará condicionada a que el sistema concursal contemple herramientas efectivas que permitan acceder a financiamiento, preservar el valor de la empresa y garantizar su continuidad operativa (2022).

2.4 Medios para viabilizar la reestructuración: un análisis del financiamiento concursal, cram down, operaciones de *distressed* M&A y fondos de inversión

2.4.1 El financiamiento concursal como medio para viabilizar la reestructuración

El financiamiento concursal - conocido internacionalmente como *debtor in possession financing* (DIP *financing*) - se ha consolidado como un mecanismo clave para dotar de liquidez a las sociedades concursadas. Esta liquidez, entendida como capital fresco de trabajo, permite al deudor continuar su operación ordinaria, reestructurar sus pasivos y preservar la integridad del negocio, siempre que su VNM sea superior al VNL. De esta manera, el financiamiento no solo garantiza la operatividad de la empresa, sino que también contribuye a maximizar el patrimonio, conservar el valor de sus activos y, en última instancia, asegurar el mayor retorno posible para los acreedores.

En esa línea, el financiamiento concursal contribuye a la maximización del patrimonio del deudor, incrementando así el porcentaje de recuperación de los créditos concursales. Esto requiere que el patrimonio del deudor sea la fuente principal - y en muchos casos, la única - de repago, lo cual exige que dicho patrimonio sea reforzado y protegido. Por ello, cuando es viable, el financiamiento debe permitir una reestructuración realista y evitar incentivos perversos que deriven en liquidaciones prematuras o forzadas que afecten negativamente el resultado concursal para los acreedores.

Sin embargo, en el contexto peruano, la realidad es más restrictiva. Debido a la condición del deudor como concursado, este se encuentra impedido de acceder al mercado de capitales para financiar su reorganización, debiendo recurrir exclusivamente a entidades del sistema financiero tradicional. Esta limitación, unida a la escasa predisposición de los bancos a prestar a empresas en crisis, crea un entorno desfavorable.

Así, incluso cuando el deudor demuestra tener un VNM mayor al VNL, la falta de capital fresco puede hacer inviable la reestructuración, empujándolo hacia una liquidación con alto costo social y económico: se pierden fuentes de empleo, se desaprovechan activos con potencial de generar valor y se reduce el porcentaje de recuperación para los acreedores, debilitando la confianza en el sistema.

Este fenómeno se encuentra estrechamente relacionado con lo que Flint (2003) ha denominado una crisis de financiamiento. Según el autor, muchas empresas peruanas presentan una estructura de capital altamente apalancada, resultado de una dependencia histórica del crédito bancario como fuente primaria de financiamiento.

En este modelo, el crecimiento empresarial se sostiene por el acceso recurrente a líneas de crédito, hasta que, en un punto crítico, el prestamista impone un límite. Ese momento - en que el banco niega nuevos desembolsos - marca el inicio de una crisis financiera: el deudor ya no puede expandirse ni operar normalmente mediante endeudamiento y debe buscar otras fuentes de financiamiento, como la emisión de valores en el mercado de capitales o el ingreso de nuevos socios (Flint Blanck, 2003).

Así, se genera una paradoja: el sistema financiero nacional, al haber sido la única fuente de financiamiento para muchas empresas, se convierte también en el principal obstáculo para su recuperación una vez que estas entran en insolvencia. Frente a esto, resulta crucial que el sistema concursal contemple mecanismos que faciliten el acceso a financiamiento post - concursal, especialmente en aquellos casos donde el VNM supere al VNL. En estas situaciones, un acreedor estratégico, al percibir valor futuro en la empresa, puede optar por capitalizar su crédito, convirtiéndose en socio mayoritario y contribuyendo a la continuidad del negocio.

Esto representa una alternativa más eficiente que la liquidación, que muchas veces fragmenta activos, destruye valor y genera resultados subóptimos para todas las partes involucradas. En suma, el financiamiento concursal, cuando es viable, constituye un elemento esencial para revertir el ciclo de destrucción de valor que suele desencadenarse en los procesos liquidatorios. Ante un sistema bancarizado con límites estructurales, se requiere repensar los marcos normativos para permitir vías de financiamiento más flexibles y competitivas, que

alineen los intereses del deudor y acreedores en favor de la continuidad empresarial y la recuperación efectiva de los créditos.

Es relevante mencionar que el poder ejecutivo a través del Proyecto de Ley presentado el 20 de julio de 2023 (El Peruano, 2023) y que se hizo llegar al Congreso de la República mediante el Oficio Nro. 234 – 2023 – PR apunta a modificar parcialmente la LGSC, con las siguientes finalidades en líneas generales: (i) Incentivas el financiamiento a empresas insolventes; (ii) modificación al régimen de sanciones; (iii) cambios en el régimen del liquidador; (iv) inclusión de un régimen de administración temporal del deudor; y la, (v) creación de un régimen transfronterizo.

En línea con lo mencionado anteriormente, lo relevante a efectos de este trabajo es el régimen de incentivos para que se promueva el financiamiento a sociedades concursadas; en un primer plano podemos decir que este régimen de incentivos se ha propuesto porque hemos usado el régimen concursal como una regla cuando este procedimiento administrativo es la última *ratio*.

Sin embargo, con el pasar de los años las costumbres de las organizaciones mercantiles es esperar cuando las papas queman para ponerse las pilas a fin de salir de la crisis, pese a que en la LGS hay mecanismos preventivos que deben adoptar los órganos de administración y representación para evitar la insolvencia o incluso optar por la vía de una reestructuración en la vía privada, estas se ven sometidas a un PCO o si tienen la diligencia se someten a un PCP, por lo que, con este nuevo régimen de incentivos – el cual evidentemente es riesgoso – se planea incentivar a los prestamistas para que esas empresas que pese a la crisis tienen un VNM superior al VNL, puedan obtener capital fresco para evitar ser liquidadas, de optar por la disolución y liquidación, se incurre en el costo social que hemos señalado en apartados anteriores.

En línea con el régimen de incentivos que propone este Proyecto de Ley se incorporaría al actual artículo 16 de nuestra LGSC, el artículo 16.4 que dispone lo siguiente:

“Artículo 16.- Créditos post concursales

16.4 Los acreedores titulares de créditos post concursales derivados de mutuos, líneas de crédito para capital de trabajo y, en general, de financiamientos otorgados para la continuación de la actividad empresarial del deudor con posterioridad a la publicación del aviso al que se refiere el artículo 30 de la Ley, en tanto el otorgamiento de mutuos, líneas de crédito y financiamientos sea efectuado a través de medios del Sistema Financiero, una vez incorporados al procedimiento concursal de producirse el supuesto previsto en el numeral 16.3 del presente artículo, tienen el derecho de cobrar en el segundo orden de preferencia.

Para efectos de su incorporación al procedimiento concursal conforme a lo señalado en el párrafo anterior, los titulares de tales acreencias deben cumplir con acreditar, ante la autoridad concursal, lo siguiente:

a) Contrato con fecha cierta de celebración. En dicho contrato debe expresarse el destino específico del mutuo, línea de crédito para capital de trabajo o financiamiento otorgado, el cual debe estar necesariamente referido al curso ordinario de la actividad empresarial del deudor, en los términos previstos en el literal m) del artículo 1 de la presente Ley. Asimismo, dicho contrato debe establecer cuál es el medio del Sistema Financiero a través del cual se hace efectivo el financiamiento otorgado, así como los demás términos, condiciones y oportunidad de realización de dicho mutuo, línea de crédito para capital de trabajo o financiamiento otorgado. En ningún caso el mutuo, línea de crédito para capital de trabajo o financiamiento otorgado debe ser destinado al pago de obligaciones devengadas con anterioridad a la fecha de difusión del procedimiento concursal en el Boletín Concursal.

b) Estados de cuenta bancarios, transferencias entre cuentas bancarias o depósitos en cuentas bancarias, así como cualquier otra documentación similar, que acredite el otorgamiento del mutuo, línea de crédito para capital de trabajo o financiamiento en la oportunidad, importes, términos y demás condiciones previstas en el respectivo contrato, conforme a lo expresado en el literal a) precedente.

Si los mutuos, líneas de crédito y financiamientos son otorgados durante la ejecución del Plan de Reestructuración, para efectos de lo dispuesto en los literales anteriores, tales operaciones deben además encontrarse incorporadas y reguladas en dicho instrumento concursal, conforme a lo establecido en el literal t) numeral 66.3 del artículo 66 de la presente Ley. En este caso, el segundo orden de prelación al que se refiere el primer párrafo del artículo 16.4 de la presente Ley solo se otorga a los créditos derivados de tales mutuos, líneas de crédito y financiamientos si, habiendo sido sometido el deudor a un nuevo procedimiento concursal, en dicho procedimiento se dispone la disolución y liquidación del deudor."

En palabras de Puelles (2009), este Proyecto de Ley ha logrado penetrar en la tendencia conservadora de nuestra LGSC, ya que, el exceso de conservadurismo conlleva una pérdida de oportunidades; así uno de los motivos por el cual se incluyó este artículo es porque en palabras del legislador, el financiamiento concursal es para que el deudor pueda continuar con sus actividades a fin de llegar en la etapa decisoria de la junta de acreedores con una situación patrimonial apropiada para poder maximizar el valor del patrimonio a fin de mejorar la tasa de recuperación de los créditos concursales en provecho de los acreedores.

Es decir, el financiamiento es para tutelar el patrimonio del deudor como medio para garantizar el fin ulterior de nuestra legislación concursal, el cual viene a ser la recuperación del crédito, por lo que, para mejorar esa tasa de recuperación, se sigue que, el financiamiento concursal es la vía para mejorar esa tasa de recuperación, la cual se reflejará en acreedores satisfechos por haber recuperado el íntegro de su acreencia más los posibles intereses de ser el caso, por ende, se cumple de forma más cabal la finalidad máxima de nuestra LGSC (Puelles, 2009).

En esa línea, bien hemos mencionado que el financiamiento concursal es una herramienta que fortalecerá el patrimonio del deudor de cara a la etapa decisoria de la junta de acreedores, por ende, esta herramienta financiera – de la mano si el VNM es superior al VNL – potencia la capacidad del deudor para sustentar un adecuado plan de reestructuración que asegure un esquema de pagos justo de las acreencias concursales que a la par pueda recuperarse financieramente de manera sostenible como empresa. Es aquí que notamos que el financiamiento como medio tutela una doble finalidad que se puede interpretar de la siguiente manera:

- a) Garantiza la recuperación el crédito, eso se traduce como una mejora en la tasa de retorno y el efecto es que los acreedores están más satisfechos, confían en el sistema concursal y se rompe con el estigma *pro liquidatore* de nuestro sistema concursal.
- b) Mitiga notablemente ese costo social que hemos mencionado si no se tiene capital fresco pese a que los indicadores del deudor evidencien que el VNM es superior al VNL.

Por ende, el deudor ya no tiene esa debilitamiento o asfixia por falta de recursos mientras el procedimiento se desarrolla en una etapa inicial y su plan de reestructuración puede ser exitoso. Asimismo, la propuesta de Puelles de que el financiamiento post – concursal debe reglamentarse con un balance entre la protección del patrimonio y flexibilidad para que el deudor afronte la crisis, se sigue que, al parecer ha sido respondida por el legislador, sin embargo, más adelante desarrollaremos algunas limitaciones que necesitan ser una propuesta de mejora urgente para que este nuevo régimen funcione y sea viable.

En cuanto a la modificación del orden de prelación que dispone la introducción del artículo 16.4 de la LGSC conviene mencionar que si bien el financiamiento concursal está orientado para garantizar la doble finalidad que hemos señalado líneas arriba, declaro que hay un riesgo contundente para el prestamista, ya que, puede ocurrir el escenario en el cual el deudor por un factor exógeno o endógeno su panorama se torne con miras a una liquidación – sin perjuicio de que se pueda refinanciar o reestructurar el plan de reestructuración aprobado - y

comience una crisis irreversible donde el financiamiento ya no sea posible porque el VNL es superior al VNM.

En ese sentido, antes de esta modificación quien hubiese tenido la iniciativa de realizar un financiamiento concursal estaba cavando su propia tumba a menos que se negocien garantías – lo cual en la vigente LGSC si se constituyen no se tomarán en cuenta para la liquidación – pero esas garantías no son suficientes para obtener el tercer orden de prelación, por lo que, ese crédito será del quinto orden. Evidentemente es muy difícil recuperar el íntegro en esta escala y ni la mitad, por lo que, será una pérdida.

Así, el legislador modificó el artículo 42 respecto del segundo orden de prelación a efectos de la liquidación, así los créditos derivados de los financiamientos concursales tendrán una super posición para cobrar la acreencia si el deudor entra en su disolución y posterior liquidación:

"Artículo 42.- Orden de preferencia

42.1 En los procedimientos de disolución y liquidación, el orden de preferencia en el pago de los créditos es el siguiente:

Primero: Remuneraciones y beneficios sociales adeudados a los trabajadores, aportes impagos al Sistema Privado de Pensiones o a los regímenes previsionales administrados por la Oficina de Normalización Previsional - ONP, la Caja de Beneficios y Seguridad Social del Pescador u otros regímenes previsionales creados por ley; deuda exigible al Seguro Social de Salud - ESSALUD que se encuentra en ejecución coactiva respecto de las cuales se haya ordenado medidas cautelares; así como los intereses y gastos que por tales conceptos pudieran originarse. Los aportes impagos al Sistema Privado de Pensiones incluyen los conceptos a que se refiere el artículo 30 del Decreto Ley N° 25897, con excepción de las comisiones cobradas por la administración de los fondos privados de pensiones.

Segundo: *Los créditos alimentarios y aquellos créditos derivados de financiamientos otorgados al deudor en los términos previstos en el numeral 16.4 del artículo 16 de la presente Ley (énfasis añadido).*

Tercero: Los créditos garantizados con hipoteca, garantía mobiliaria, anticresis, warrants, derecho de retención o medidas cautelares que recaigan sobre bienes del deudor, siempre que la garantía correspondiente haya sido constituida o la medida cautelar correspondiente haya sido trabada con anterioridad a la fecha de publicación a que se refiere el Artículo 32. Las citadas garantías o gravámenes, de ser el caso, deberán estar inscritas en el registro antes de dicha fecha, para ser oponibles a la masa de acreedores. Estos créditos mantienen el presente orden de preferencia aun cuando los bienes que los garantizan sean

vendidos o adjudicados para cancelar créditos de órdenes anteriores, pero sólo hasta el monto de realización o adjudicación del bien que garantizaba los créditos.

Cuarto: Los créditos de origen tributario del Estado, incluidos los del Seguro Social de Salud -ESSALUD que no se encuentren contemplados en el primer orden de preferencia; sean tributos, multas intereses, moras, costas y recargos.

Quinto: Los créditos no comprendidos en los órdenes precedentes; y la parte de los créditos tributarios que, conforme al literal d) del numeral 48.3 del Artículo 48, sean transferidos del cuarto al quinto orden; y el saldo de los créditos del tercer orden que excedieran del valor de realización o adjudicación del bien que garantizaba dichos créditos."

Esto es una modificación que brindaría seguridad a los prestamistas al momento de estructurar un financiamiento concursal, de igual forma, el legislador ha dispuesto que colocar a los créditos derivados de financiamientos otorgados en base a los términos del numeral 16.4 a introducir en la LGSC en el segundo orden de prelación es para incentivar el financiamiento a sociedades insolventes; mejor dicho, el premio por asumir el riesgo de financiar a un deudor es este super orden de prelación a efectos de la liquidación, así independientemente si se constituyeron o no las garantías.

Si bien el financiamiento concursal, bajo la regulación vigente, no ofrece garantías suficientes a los prestamistas, ello se debe a que, conforme a la ley actual, los créditos otorgados con posterioridad al inicio del procedimiento concursal —en caso de que el deudor sea finalmente disuelto y liquidado— se ubican en el quinto orden de prelación. Esta posición implica una alta probabilidad de pérdida, ya que, dichos créditos se pagan con los remanentes del patrimonio, por ende, el riesgo para el prestamista es prácticamente total.

En definitiva, si el proyecto de ley actualmente en discusión llegara a materializarse, el escenario sería más atractivo para los prestamistas, al ofrecer condiciones más seguras para el otorgamiento de créditos en contextos concursales. No obstante, en la práctica peruana, la mayoría de los financiamientos otorgados a empresas en situación de insolvencia ocurre fuera del marco de un procedimiento concursal. Esto se debe a que el estructurador y otorgante del préstamo —generalmente una entidad bancaria— es consciente de los riesgos que implica prestar dinero a un deudor concursado, especialmente por las contingencias propias de este régimen de excepción. Si se llegara a materializar la disolución y liquidación, la provisión realizada y el monto mínimo recuperado representarían un *default* que, desde una perspectiva financiera, no resulta rentable para el banco.

2.4.2 La figura del cram down o arrastre de acreedores para la aprobación de un acuerdo de reestructuración

El ámbito concursal peruano revela una tendencia constante: la escasa predilección de los acreedores por los instrumentos concursales reorganizativos. Esta reticencia se fundamenta en la percepción de que el sistema actual carece de garantías suficientes para asegurar la exitosa implementación de una reestructuración. Nos encontramos, entonces, ante un dilema: por un lado, las decisiones mayoritarias en la junta de acreedores; por otro, el interés particular de cada acreedor en maximizar el recupero de su crédito, lo que a menudo genera un claro conflicto de intereses.

Frente a esta coyuntura, la LGSC dota a los acreedores minoritarios o disidentes de una herramienta procesal: la impugnación de los acuerdos de la junta de acreedores. Sin embargo, el alcance de esta facultad es limitado. El artículo 118.1 de la ley circunscribe la impugnación a causales específicas, como el incumplimiento de formalidades legales, la omisión de disposiciones normativas obligatorias o el ejercicio abusivo del derecho por parte de la mayoría.

Esta limitación se vuelve particularmente problemática cuando un grupo de acreedores minoritarios, provenientes de una o diversas clases, se oponen a un acuerdo de disolución y liquidación. Su objeción radica en la convicción de que la empresa aún es viable y que su reestructuración es factible, basándose en los criterios que hemos analizado previamente.

Sin embargo, el acuerdo de disolución y liquidación, al cumplir con todos los requisitos formales, se impone y no puede ser cuestionado legalmente, a menos que se demuestren los supuestos de hecho específicos mencionados en el artículo pertinente. En esencia, el principio de las mayorías prevalece sobre el interés particular de estos acreedores disidentes o minoritarios.

En esa línea, el principio de autonomía privada de los acreedores es un pilar fundamental en la discusión sobre la reestructuración.

Tal como lo expone Martínez (2022), si los acreedores optan por un plan de reestructuración, son ellos quienes determinarán las medidas e instrumentos que posibiliten la reestructuración viable de la sociedad concursada, siempre que la decisión sea adoptada por la mayoría calificada dentro de la junta de acreedores. De materializarse, este plan de reestructuración consensual adquiriría eficacia no solo para los acreedores aceptantes, sino también para aquellos minoritarios que hubiesen manifestado su disconformidad.

No obstante, en legislaciones comparadas, como el *Chapter 11 del Bankruptcy Code* de Estados Unidos, se contempla la figura de la reestructuración forzosa o *Cram Down*, aplicable cuando no se logra un consenso para la aprobación del plan. Este mecanismo se sustenta en el

arrastre virtual o entre clases, permitiendo la imposición de la reestructuración a las partes disidentes, siempre y cuando se cumplan requisitos preestablecidos (Martínez Muñoz, 2022).

La justificación del *Cram Down*, según el autor, reside en la necesidad de neutralizar comportamientos oportunistas de ciertos acreedores en escenarios de insolvencia, donde los conflictos de interés son inherentes. Tales conductas egoístas podrían, de no ser contenidas, conducir a la disolución y liquidación de una empresa que, en esencia, es viable.

Por consiguiente, el arrastre de acreedores, tanto horizontal como vertical, se erige como un dispositivo esencial para desactivar estrategias que obstaculicen la reestructuración. Su razón de ser es precisamente la de viabilizar una reestructuración forzosa que rescate a la empresa en situación de dificultades financieras. Este mecanismo no solo resuelve conflictos, sino que prioriza el interés superior de la reestructuración sobre las pretensiones particulares, siempre garantizando un marco de cautela que evite sacrificios desproporcionados al deudor, los acreedores, los trabajadores y demás partes involucradas.⁷

Esta figura permite al tribunal imponer un plan de reestructuración a las clases de acreedores que no lo aprueban, siempre que se cumplan ciertos requisitos legales. Este mecanismo se activa cuando, a pesar de la oposición de una o más clases, el plan propuesto cumple con los estándares de equidad y justicia exigidos por la ley concursal estadounidense.

Desde una perspectiva económica, el *Cram Down* se justifica cuando el VNM de la empresa excede su VNL, lo que indica que la reestructuración generará mayor valor para los acreedores. En este sentido, Martínez (2022) sostiene que la empresa posee el valor necesario para generar flujos futuros, lo que incentiva a las partes a aceptar la reestructuración. Así, la valorización se convierte en una herramienta cuantitativa clave que establece un umbral objetivo para optar por la reorganización.

El procedimiento del *Cram Down* puede dividirse en tres etapas fundamentales: (i) el deudor presenta ante el tribunal una divulgación que contiene toda la información relevante para que los acreedores evalúen el plan de reorganización; (ii) el tribunal aprueba dicha divulgación y se procede a la votación del plan. En el *Chapter 11*, para que el plan sea consensual, todas las clases deben aprobarlo; y (iii) si una o más clases se oponen, se realiza una audiencia de confirmación, en la cual el tribunal evalúa si el plan cumple con los estándares del *fair and equitable test* y del *best interest of creditors test*.

⁷ Sobre el arrastre en general en Derecho norteamericano véase Tabb, Law..., 1137 y ss.; Richard F. Broude, «Cramdown and Chapter 11 of the Bankruptcy Code: The Settlement Imperative», *The Business Lawyer*, vol. 39 (1984): 441-454; Kenneth N. Klee, «Cram Down II», *American Bankruptcy Law Journal*, vol. 64 (1990): 229-244.

El primero de estos estándares, el *fair and equitable test*, exige que el plan sea justo y equitativo con las clases disidentes. Esto implica que los acreedores de menor rango no pueden recibir pagos mientras los de mayor rango no hayan sido satisfechos completamente, salvo que estos últimos consientan lo contrario. Además, el plan debe cumplir con el principio de no discriminación injusta, lo que significa que no puede tratar de forma desproporcionadamente desfavorable a una clase disidente en comparación con otras clases similares.

Como señala el despacho de abogados Jones Day (2020), este estándar no busca una igualdad perfecta, sino mitigar disparidades injustificadas que carguen desproporcionadamente a una clase disidente. El análisis se centra en si la clase disidente recibe un valor relativo comparable al de otras clases en situación similar, desde la perspectiva de dicha clase.

Asimismo, estudios como los de Baird y Rasmussen (Baird & Rasmussen, 2003) destacan que el *Cram Down* no solo es una herramienta de imposición, sino también un mecanismo que incentiva la negociación previa entre las partes, al establecer un estándar claro de lo que el tribunal puede imponer.

Con respecto al *Best – interest – of – creditors – test* o la prueba del mejor interés de los acreedores, dicho test que se encuentra en el 11 U.S.C. § 1129(a)(7) del Capítulo 11 del Código de Bancarrota de los Estados Unidos de Norteamérica⁸, se trata de una prueba que establece que, para la confirmación de un plan de reestructuración, debe demostrarse que ningún acreedor disidente resulta perjudicado en comparación con la situación en la que se encontraría si se aplicara el orden normal de prelación en un escenario de liquidación. Esta comparación incluye tanto una liquidación por partes - *piecemeal liquidation* - como una liquidación en marcha - *going concern* -, así como la mejor alternativa posible en caso de que no se hubiera aprobado el plan.

En ese sentido, conforme a esta prueba, un acreedor que no haya votado a favor del plan de reestructuración no debe quedar en una situación peor que la que tendría en un procedimiento concursal de liquidación. Esto implica que, en el marco del plan de reestructuración, dicho acreedor debe recibir un tratamiento al menos igual o más favorable, considerando una expectativa razonable sobre la cuota que le correspondería en una liquidación hipotética, conforme al orden de prelación aplicable (Hicks, 2005).

⁸ “Under Chapter 11 of the Bankruptcy Code, a reorganization plan must satisfy specific statutory requirements before it can be confirmed by the court. One such requirement, known as the “best interests of creditors” test, is codified at 11 U.S.C. § 1129(a)(7). This provision mandates that, with respect to each impaired class of claims or interests, each holder must either (i) accept the plan, or (ii) receive or retain under the plan property of a value, as of the effective date of the plan, that is not less than what the holder would receive or retain if the debtor were liquidated under Chapter 7. See 11 U.S.C. § 1129(a)(7). This requirement protects dissenting creditors by establishing a minimum recovery threshold based on liquidation value”.

Si bien esta prueba implica una aproximación económico-financiera a la reestructuración preconcursal, su finalidad es garantizar que se respete el principio de proporcionalidad y se evite que el sacrificio impuesto a los acreedores disidentes —al verse arrastrados por un plan que no han aceptado— resulte arbitrario o injusto. Para ello, el valor VNM debe superar al VNL, asegurando así que el acreedor disidente reciba, como mínimo, el equivalente a su cuota en una eventual liquidación concursal. En este sentido, esta prueba opera como una garantía individual que protege a cada acreedor, garantizándole al menos su participación en la liquidación, incluso si cuenta con garantías que lo califiquen como acreedor garantizado.

Así, si el plan de reestructuración cumple con los *tests*, el tribunal puede imponer el plan a las clases de acreedores que no lo aprobaron. Este mecanismo permite avanzar con la reestructuración cuando es viable y beneficiosa, incluso sin consenso total. Sin embargo, su aplicación debe garantizar un trato justo, razonable y equilibrado para todas las clases de acreedores, evitando cualquier forma de arbitrariedad o discriminación injustificada.

Si bien en el ordenamiento concursal peruano rige el principio de las mayorías, este no se sustenta en una causa objetiva ni en la aplicación de estándares que garanticen un beneficio real para el conjunto de acreedores. En el Perú no existen criterios técnicos ni pruebas normativas que permitan racionalizar la conducta de los acreedores disidentes, especialmente cuando se aferran a decisiones que conducen irremediabilmente a la disolución y liquidación de la empresa. En este contexto, el mecanismo del *Cram Down* se presenta como una alternativa que, evidencia una carencia estructural en nuestro sistema: la ausencia de herramientas que orienten la toma de decisiones hacia la reestructuración viable.

Con el paso de los años, se ha asentado en el ordenamiento concursal peruano una vulneración al principio de autonomía privada de los acreedores. Esta vulneración no se manifiesta por una imposición directa, sino por una coacción sistémica que induce a los acreedores a optar por una única salida —la liquidación—, reduciendo el procedimiento concursal a un mero filtro para eliminar empresas disfuncionales, sin considerar la posibilidad de reflotar sociedades mercantiles viables. Esta tendencia *pro liquidatore* elimina el libre albedrío inherente al principio de autonomía privada, restringiendo el marco de decisión de los acreedores a una lógica de *cherry picking* que privilegia la liquidación como única vía de recuperación.

2.4.3 Las operaciones de distressed M&A o compraventa de empresas en situación de insolvencia

En el ámbito del derecho concursal, las operaciones de fusiones y adquisiciones - M&A, por sus siglas en inglés - han adquirido una relevancia creciente como mecanismos complementarios en escenarios de insolvencia empresarial. Particularmente, cuando la empresa objetivo se encuentra sometida a un procedimiento concursal, estas operaciones pueden representar una alternativa estratégica para su recuperación y continuidad operativa.

Desde la perspectiva del adquirente, resulta esencial que la sociedad concursada sea considerada viable, es decir, que posea la capacidad de generar flujos de caja futuros a partir de sus activos o contratos vigentes. En caso de verificarse dicha viabilidad, la adquisición se configura como una opción jurídicamente viable y económicamente racional.

En este sentido, Quintero y León (2016) sostienen que las operaciones de M&A no deben entenderse como un sustituto de los procedimientos concursales, sino como fórmulas de pago que pueden coadyuvar a la maximización del valor de negocio en marcha en beneficio del conjunto de acreedores, al tiempo que permiten la conservación de unidades empresariales eficientes mediante su relocalización en entornos más favorable.

Para los autores, la realización de una operación de este tipo en el marco de un procedimiento concursal ofrece al adquirente una mayor certeza respecto de las responsabilidades y pasivos que asumirá al adquirir la sociedad objetivo. Ello se debe a que, al encontrarse el deudor sometido a un procedimiento concursal, la información relevante sobre su situación patrimonial, contractual y operativa se encuentra disponible públicamente, lo que reduce significativamente el riesgo de pasivos ocultos o contingencias no reveladas.

En el derecho comparado, donde los procedimientos concursales suelen desarrollarse en sede judicial, la aprobación de este tipo de operaciones puede estar sujeta a la autorización del juez competente, lo que puede generar demoras o incertidumbre. Sin embargo, en el ordenamiento jurídico peruano, el procedimiento concursal se tramita en sede administrativa ante el Indecopi, lo que permite una mayor celeridad en la ejecución de operaciones como la fusión, adquisición o compraventa de activos del deudor concursado.

No obstante, debe considerarse la aplicación de la Ley No. 31112, Ley que establece el control previo de operaciones de concentración empresarial. En la práctica, debido a la situación patrimonial de la mayoría de las empresas en insolvencia, estas no suelen alcanzar los umbrales establecidos por dicha norma, por lo que, estas operaciones de cambio de control no están sujetas a control previo. En consecuencia, basta con una simple notificación al Indecopi para llevar a cabo la operación.

Un ejemplo de esta situación es que con fecha 13 de abril de 2025, Telefónica del Perú S.A.A. comunicó, a través del portal de la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV), un Hecho de Importancia consistente en la adquisición del 99.3 % de sus acciones representativas del capital social por parte de la empresa Integra Tec International Inc. Esta operación no fue sometida a control previo en el marco de la Ley No. 31112, a pesar de que Telefónica del Perú S.A.A. ya se encontraba inmersa en un procedimiento concursal ordinario desde el 19 de mayo de 2025.

Estas operaciones de fusiones y adquisiciones en el contexto de insolvencia empresarial suelen tener un carácter mixto. Esto significa que el adquirente, al ingresar como nuevo accionista, no solo realiza una inversión inicial para adquirir las acciones o activos de la sociedad concursada, sino que también debe estructurar y ejecutar un proceso de refinanciación posterior.

Así el ingreso del adquirente se formaliza mediante la suscripción de un *Share Purchase Agreement* (SPA), junto con otros documentos contractuales que pueden incluir un *Active Purchase Agreement* (APA) en caso de adquisición de activos específicos, o un acuerdo de fusión para absorber a la sociedad insolvente (Battifora, 2023). Posteriormente, se suscribe un acuerdo de refinanciación o se presenta un plan de reestructuración, el cual debe ser aprobado conforme a las disposiciones del procedimiento concursal vigente.

Estas operaciones presentan ventajas significativas para el adquirente, entre las cuales destaca la ausencia de una prima de control, dado que la empresa *target* ya se encuentra sometida a un procedimiento concursal. Esta situación implica que su información financiera, contractual y patrimonial es pública y accesible, lo que elimina la necesidad de suscribir acuerdos de confidencialidad y reduce considerablemente el riesgo de pasivos ocultos, ya que todos los créditos deben ser verificados por la autoridad concursal.

Teniendo en cuenta estos beneficios, así como el análisis de viabilidad de la empresa concursada, las vías para ejecutar este tipo de operaciones pueden clasificarse en tres modalidades principales: i) La compra de la empresa insolvente como un conjunto organizado de bienes; ii) la capitalización de créditos; y, iii) la adquisición de créditos reconocidos a descuento.

La adquisición de una empresa insolvente como un conjunto organizado de bienes implica la transferencia a título universal de los activos, pasivos, derechos presentes futuros del deudor mediante la adquisición de las acciones mediante el pago de un precio determinado, es decir, a través del contrato de compraventa de acciones hay una transferencia de la titularidad de acciones o participaciones sociales de una empresa. Esta operación implica que el comprador

adquiere los derechos económicos y políticos asociados a las acciones, y, el control de la sociedad. Según Ortiz (Tortuero, 2003), este tipo de contrato permite modificar la estructura accionarial de la empresa y tiene efectos tanto obligacionales como societarios.

Este tipo de operación suele ejecutarse en una etapa temprana del procedimiento concursal, ya sea una vez publicada la resolución de inicio en el boletín concursal o incluso antes de la instalación de la junta de acreedores. Esta anticipación permite al comprador evaluar con mayor certeza la situación de la empresa y estructurar la operación con menor exposición a riesgos.

Según Quintero y León (2016) esta forma de enajenación puede entenderse como una liquidación anticipada, en tanto permite realizar el patrimonio del deudor mediante su transferencia a un tercero. Antes de firmar el contrato, el comprador realiza un proceso de *due diligence* para revisar la situación financiera, legal y operativa de la empresa. Si la operación supera los umbrales establecidos por la Ley No. 31112, debe someterse a control previo ante la autoridad de competencia; en caso contrario, basta con notificar al Indecopi. Una vez cumplidas las condiciones contractuales, se produce el cambio de control en la empresa, y el nuevo accionista puede ejecutar un plan de refinanciación o reestructuración conforme al procedimiento concursal.

La capitalización de créditos, como una de las modalidades de operaciones *distressed M&A*, implica la mejora de la posición patrimonial de la empresa concursada mediante la conversión de pasivos en capital. Esta figura permite que los acreedores, en lugar de exigir el pago de sus créditos en dinero, los transformen en acciones o participaciones dentro de la empresa deudora. De esta manera, dejan de ser simples acreedores y pasan a ser socios, lo que les otorga derechos económicos, como recibir dividendos en el futuro, y políticos, como participar en decisiones societarias.

Esta opción resulta atractiva porque permite a los acreedores recuperar parte del valor de su crédito a través de su participación en la empresa: pueden beneficiarse si la empresa se recupera y genera utilidades, o incluso vender sus acciones una vez que la compañía haya sido reestructurada. Además, esta modalidad les permite mantener cierta influencia o control sobre la gestión del deudor, al convertirse en parte del accionariado (Quintero Serrano & León Ramírez, 2016).⁹

⁹ En el ordenamiento peruano, uno de los casos más emblemáticos que fijó criterios sobre la capitalización de créditos en procedimientos concursales fue la sentencia del Tribunal Constitucional recaída en el Expediente No. 00228-2009-PA/TC. Esta decisión estableció los requisitos que debe observar la Junta de Acreedores para adoptar válidamente acuerdos de capitalización, sin desconocer el derecho de suscripción preferente que asiste a los accionistas de la sociedad concursada. Para un análisis más detallado, véase: Valdivieso López, E. J. (2019). *Las*

En sí la capitalización de créditos constituye una de las modalidades más relevantes de aumento de capital social previstas en el artículo 202 inciso 2 de la Ley General de Sociedades.

Esta figura permite que los acreedores de una sociedad aporten sus créditos a cambio de acciones, transformando así una obligación exigible en una participación patrimonial, en ese sentido, Laroza (2008) sostiene que esta operación no configura una novación, ya que no se sustituye una obligación por otra, sino que se extingue la obligación original mediante la entrega de una prestación distinta: acciones. En esa línea, la capitalización de créditos se asimila jurídicamente a una dación en pago, conforme al artículo 1265 del Código Civil, ya que el acreedor acepta como cancelación de su crédito una prestación distinta: acciones de la sociedad. Esta figura no implica una transformación del crédito, sino su extinción voluntaria, lo que convierte al acreedor en socio.

Para garantizar que este proceso se realice de manera transparente y equitativa, la LGS establece ciertos mecanismos. El artículo 214 exige que el directorio —o la gerencia general, si no existe directorio— emita un informe que justifique la conveniencia del aumento de capital por conversión de créditos, asumiendo responsabilidad frente a los accionistas.

Asimismo, el artículo 213 dispone que debe respetarse el derecho de suscripción preferente, salvo que la conversión de obligaciones en acciones haya sido pactada desde su emisión, en cuyo caso no se requiere nuevo acuerdo con los acreedores. Si no fue pactada, se necesita aprobación expresa.

En ambos casos, el efecto económico es el mismo: la deuda se extingue y el acreedor se convierte en accionista. Esto mejora la situación financiera de la empresa, fortalece su patrimonio neto y elimina pasivos exigibles. Jurídicamente, se trata de un aporte no dinerario que debe ser valorizado conforme al artículo 27 de la LGS. Así, la capitalización de créditos se presenta como una herramienta eficaz para reorganizar el patrimonio y reforzar la solvencia de la sociedad (Laroza, 2008).

En el marco de un procedimiento concursal, la capitalización de créditos no solo permite aliviar la carga financiera de la empresa deudora —al convertir pasivos en aportes de capital—, sino que también puede desempeñar un rol clave en la maximización del valor del negocio en marcha en beneficio de los acreedores. Esta modalidad transforma obligaciones exigibles en participaciones sociales o acciones, lo que mejora la estructura patrimonial de la empresa y la

facultades de la Junta de Acreedores frente a los derechos de los accionistas de empresas en concurso: A propósito de una Sentencia del TC y las operaciones acordeón. Revista De Derecho, 12(1), 59–76. Recuperado de <https://revistas.udep.edu.pe/derecho/article/view/1551>

hace más atractiva para potenciales inversionistas. Con una deuda reducida y un balance más sólido, aumentan las posibilidades de atraer socios capitalistas dispuestos a inyectar liquidez y participar en el proceso de reflotamiento empresarial.

Esta operación requiere un acuerdo entre el deudor y sus acreedores, el cual debe ser formalizado y se materializa mediante un aumento de capital social, a través del cual los créditos reconocidos se integran al patrimonio de la empresa. Así, la capitalización de créditos no solo cumple una función de saneamiento financiero, sino que también se configura como un mecanismo eficaz para viabilizar un plan de reestructuración orientado a la continuidad operativa.

En sí representa una herramienta jurídica y financiera de gran utilidad para el saneamiento patrimonial de empresas en crisis, ya que permite convertir deuda en capital, lo que incrementa el patrimonio neto, reduce el pasivo exigible y transforma recursos ajenos en propios.

Esta figura, según León Vásquez (2011), extingue las obligaciones a cargo de la empresa y convierte a los acreedores en accionistas, facilitando así el reflotamiento del negocio. Para que esta operación sea válida en el marco del procedimiento concursal, debe formalizarse mediante un acuerdo entre el deudor y los acreedores, que se materializa a través de un aumento de capital social. La LGSC exige que se convoque formalmente tanto a los acreedores como a los accionistas (art. 68.1), a fin de garantizar el ejercicio del derecho de suscripción o adquisición preferente, conforme a lo previsto en la LGS.

Esta formalidad puede omitirse si los accionistas renuncian expresamente a dicho derecho mediante documento de fecha cierta (art. 68.2 LGSC). Además, el acuerdo debe ser aprobado por mayoría calificada en la junta de acreedores (art. 53.1 LGSC), y los accionistas deben contar previamente con información clara sobre las condiciones de la emisión. En suma, cuando se respeta este marco legal, la capitalización de créditos se convierte en una medida eficaz para la reestructuración patrimonial y la continuidad operativa de la empresa concursada (2011).

Finalmente, la compra de créditos reconocidos a descuento es una operación en la que los principales interesados suelen ser inversionistas profesionales o fondos especializados, quienes adquieren créditos del deudor concursado a un valor inferior al nominal. Esta estrategia les permite posicionarse dentro del procedimiento concursal como acreedores, con el objetivo de acumular una participación significativa en la junta de acreedores.

A diferencia de la capitalización de créditos —que es en sí misma una operación de reestructuración—, la compra de créditos a descuento constituye una etapa previa que permite

al inversionista reunir los créditos necesarios para, posteriormente, capitalizarlos y tomar el control de la empresa. Lo relevante en esta modalidad es la posibilidad de adquirir derechos de crédito reconocidos pagando un precio menor al valor establecido, lo que representa una oportunidad de rentabilidad futura.

No obstante, este proceso puede implicar negociaciones individuales con cada acreedor, lo que lo convierte en una estrategia más compleja y prolongada, pero potencialmente efectiva para quienes buscan influir o asumir el control de la empresa concursada sin adquirir directamente sus acciones o activos.

En ese contexto, las operaciones pueden clasificarse en tres modalidades principales, todas compatibles con el ordenamiento jurídico peruano y ya aplicadas en la práctica. Cada una responde a una lógica distinta de intervención en el procedimiento, pero comparten como objetivo común la recuperación del valor empresarial y la viabilización de la continuidad del negocio.

La primera modalidad corresponde a la adquisición directa del negocio, en la cual el adquirente suele ser un agente con experiencia en el giro comercial del deudor concursado. La estrategia se orienta a la recuperación operativa de la empresa, priorizando la satisfacción de los acreedores estratégicos, tales como proveedores clave, entidades financieras y trabajadores. Si bien estos acreedores suelen representar una porción significativa del pasivo, su rol operativo es esencial para la viabilidad del negocio. En efecto, de poco sirve inyectar capital si no se preservan los pilares estratégicos que permiten que la empresa retome su ritmo productivo.

La segunda modalidad es la capitalización de créditos, que permite a ciertos acreedores, en particular, aquellos vinculados al objeto social del deudor, como proveedores estratégicos, convertir sus acreencias en alícuotas del capital social. Esta estrategia resulta atractiva para quienes desean involucrarse en una operación de adquisición, refinanciamiento, valorización y posterior venta del negocio ya saneado. La capitalización permite transformar pasivos en activos, facilitando la toma de control sin necesidad de una adquisición directa.

La tercera modalidad, como se ha desarrollado previamente, es la compra de créditos con descuento, que se activa una vez instalada la junta de acreedores, momento en el cual se cuenta con certeza sobre la composición del pasivo y las acreencias susceptibles de ser adquiridas.

Conforme al marco legal peruano, solo pueden comprarse créditos garantizados y comerciales, quedando excluidos los créditos laborales y tributarios. Una vez ejecutada la compra con descuento, lo razonable es proceder a la capitalización de dichos créditos, lo que

permite al adquirente tomar control de la empresa mediante la conversión del pasivo adquirido en acciones o participaciones del capital social.

Así, aunque las tres modalidades persiguen la toma de control del negocio, lo hacen en distintos momentos del procedimiento concursal y mediante diferentes instrumentos jurídicos. La primera implica una intervención directa y operativa; las otras dos suponen una estrategia de reconversión financiera: ya sea transformando pasivos en activos (capitalización) o adquiriendo pasivos por debajo de su valor nominal para luego convertirlos en participación societaria (compra con descuento).

En todos los casos, se evidencia una lógica de recuperación empresarial que articula intereses económicos con mecanismos jurídicos, permitiendo que el procedimiento concursal se convierta en una plataforma de reorganización y valorización de activos en situaciones de crisis.

2.4.4 Los turnaround funds o fondos de capital riesgo

En el ámbito de las inversiones de capital riesgo, los denominados *turnaround funds* constituyen patrimonios autónomos conformados por aportes de inversionistas, canalizados mediante cuotas de participación. Su objetivo principal es adquirir acciones de sociedades concursadas o títulos valores representativos de deuda convertibles en acciones, como los bonos convertibles, con el propósito de tomar control de la empresa mediante mecanismos de *equity*.

A través de esta toma de control, el fondo busca implementar un proceso de reestructuración empresarial que permita restablecer la viabilidad económica de la compañía. Una vez alcanzada dicha recuperación, se procede a la venta de la empresa, generando así una rentabilidad para los inversionistas.

En el ordenamiento jurídico peruano, los fondos de inversión están regulados por la Ley de Fondos de Inversión y sus Sociedades Administradoras, aprobada mediante el Decreto Legislativo No. 862. Según su artículo 1, un fondo de inversión se define como un patrimonio autónomo conformado por los aportes de personas naturales o jurídicas, destinado a la inversión en instrumentos financieros —tales como títulos valores representativos de deuda o de participación—, operaciones financieras y otros activos, bajo la gestión de una sociedad administradora (1996).

La naturaleza y los instrumentos en los que puede invertir el fondo están establecidos en el reglamento de participación correspondiente, el cual se encuentra alineado con la política de inversión y gestión de riesgos del fondo. En este contexto, una característica particular de ciertos fondos, como los *turnaround funds*, es su orientación hacia la adquisición de acciones —títulos valores representativos de participación— o bonos convertibles en acciones de

empresas en situación de insolvencia. Estos instrumentos, debido al estado de *default* del emisor, la sociedad concursada, presentan un alto nivel de riesgo.

Cabe destacar que, conforme a la normativa vigente, dicho riesgo es asumido exclusivamente por los inversionistas partícipes del fondo. La sociedad administradora, por su parte, se limita a ejecutar una gestión profesional de los recursos, conforme a las decisiones adoptadas por los propios inversionistas.

Asimismo, cuando estos patrimonios autónomos se encuentran inscritos en el Registro Público del Mercado de Valores (en adelante, “RPMV”), ya sea bajo régimen general o el régimen simplificado, deben contar con dos órganos de control: el comité de inversiones y el comité de vigilancia. El primero tiene a su cargo la toma de decisiones sobre las inversiones del fondo, la valorización de los activos y demás funciones previstas en el reglamento de participación. El segundo, en cambio, se encarga de la supervisión, fiscalización y control del cumplimiento de las disposiciones que rigen el funcionamiento del fondo.

Si bien la normativa peruana no habla *per se* a los fondos de capital – riesgo ni a sus particularidades, en contraste, el ordenamiento jurídico español sí reconoce esta modalidad de inversión. Según el primer capítulo del preámbulo de la Ley 22/2014, el capital riesgo se define como un conjunto de estrategias de inversión que canalizan financiamiento, de manera directa o indirecta, hacia empresas con el objetivo de maximizar su valor mediante la provisión de gestión y asesoramiento profesional (Boletín Oficial del Estado, 2014).

Posteriormente, se produce la desinversión con la finalidad de generar elevadas plusvalías para los inversionistas, así el capital riesgo se configura, así como una fuente de financiamiento relevante para todas las etapas del ciclo de vida empresarial: desde la fase inicial de desarrollo de una idea (capital semilla), pasando por las primeras etapas de arranque, hasta las fases de expansión, consolidación y madurez. En estas últimas, la financiación puede ser clave para procesos como la salida a bolsa, la reestructuración o incluso la venta de la empresa.

Dentro del espectro del capital riesgo, el *private equity* representa una modalidad de inversión orientada a empresas maduras que, pese a contar con una trayectoria consolidada, atraviesan situaciones que requieren procesos de reestructuración empresarial. A diferencia del *venture capital*, que se enfoca en etapas tempranas del desarrollo empresarial, el *private equity* interviene en fases más avanzadas, donde la empresa puede enfrentar desafíos financieros, operativos o estratégicos que comprometen su continuidad.

En este contexto, las entidades de capital riesgo no solo aportan financiamiento, sino que también asumen un rol activo en la reorganización de la empresa, implementando cambios estructurales que permitan restablecer su viabilidad económica. Estas operaciones, por su

envergadura y complejidad, suelen requerir el uso de apalancamiento financiero, es decir, la obtención de préstamos para complementar los recursos propios del fondo. Así, el *private equity* se configura como una herramienta clave en los procesos de reestructuración empresarial, especialmente en escenarios de insolvencia, al combinar capital, experiencia en gestión y estrategias de salida orientadas a maximizar el valor de la empresa recuperada.

En ese sentido, para Peña (2019), los *turnaround funds* constituyen una modalidad de fondos de *private equity* cuyo objetivo principal es adquirir empresas en situación de insolvencia, reestructurarlas y, posteriormente, venderlas con el fin de obtener una rentabilidad. Una vez que estos fondos toman el control de la empresa, inyectan capital para su recuperación a través de diversas estrategias, tales como: i) La reestructuración de la deuda; ii) inyección de *equity* mediante aumentos de capital y emisión de nuevas acciones, lo que implica una recapitalización de los activos existentes; o iii) la venta de activos en insolvencia para generar liquidez a favor de los inversionistas.

Desde una perspectiva financiera, Abby y Munashe (Shem & Naphtali, 2024) destacan que los mecanismos más comunes para la reestructuración de la deuda incluyen: i) la renegociación y refinanciamiento de las obligaciones pendientes; y ii) la reducción de tasas de interés o del monto total de la deuda. Aunque el valor en marcha de la empresa suele ser un indicador clave para justificar la reestructuración frente a la liquidación, lo más determinante para los *turnaround funds* es la disponibilidad de liquidez. Así, mientras mayor sea la reserva de efectivo de la empresa, más atractiva resultará para este tipo de fondos.

El objetivo de estos fondos, que se plasma en el reglamento de participación correspondiente, es tomar el control de la empresa para gestionar eficientemente su liquidez, reducir su carga financiera y asegurar su flexibilidad operativa, todo ello con miras a preservar su continuidad. En efecto, aunque la insolvencia implica una pérdida de valor, Peña Cuéllar sostiene que la clave para revertir esta situación radica en la generación de caja operativa. Por ello, los *turnaround funds* se enfocan en revertir los factores que debilitan a la empresa, con el fin de restaurar su capacidad de generar flujos de caja sostenibles a partir de sus activos y contratos vigentes.

La lógica financiera que guía la actuación de este tipo de fondos de capital privado se fundamenta en la valorización del negocio en marcha y, especialmente, en la liquidez disponible, siendo esta última un factor decisivo para concretar una adquisición.

En este marco, Azar (2008) sostiene que la reestructuración empresarial puede justificar desviaciones controladas de la regla de prioridad absoluta (APR), siempre que ello contribuya a preservar el valor de la empresa y maximizar la recuperación de los acreedores. La generación

de caja operativa se presenta, así, como el indicador clave para revertir el estado de insolvencia, en línea con el objetivo de los *turnaround funds* de repotenciar la empresa, optimizar su estructura operativa y consolidar su venta al mejor postor como parte del proceso de desinversión.

Este enfoque encuentra respaldo en el modelo teórico desarrollado por Cuny y Talmor (2007), quienes demuestran que estos fondos de capital privado constituyen actores óptimos en procesos de reestructuración empresarial, incluso en escenarios donde los propietarios actuales podrían implementar medidas operativas similares. El modelo identifica tres estrategias posibles ante situaciones de bajo rendimiento: (i) la contratación de un consultor por parte de la gerencia interna, (ii) la intervención del directorio con facultades para reemplazar a la gerencia, y (iii) la negociación con un fondo de capital privado para una eventual adquisición.

Los autores concluyen que estos fondos generan valor no solo mediante el reemplazo de gerencias ineficientes, sino también al incentivar una mayor cooperación informativa por parte de la gerencia actual, lo que permite mejorar tanto el diagnóstico como el diseño del plan de recuperación. Además, se reconoce el papel de la sindicación de inversiones (*club deals*) como mecanismo de validación del valor de la empresa tras la reestructuración. A pesar de enfrentar costos de capital más elevados y ejercer poder de negociación sobre el precio de compra, los fondos de capital privado logran superar dichas desventajas gracias a sus beneficios informativos y operativos, especialmente en contextos marcados por fricciones emocionales entre el directorio y la gerencia o por fallas en la gobernanza corporativa (Cuny & Talmor, 2007).

Una vez estabilizada la situación financiera y operativa, el fondo busca repotenciar la empresa, optimizando su estructura, procesos y modelo de negocio para incrementar su valor en el mercado. Esta etapa de mejora no solo busca restablecer la rentabilidad, sino también consolidar una posición competitiva que permita atraer a potenciales compradores.

Finalmente, tras haber cumplido el objetivo, se ejecuta el proceso de desinversión, mediante la venta de la empresa al mejor postor, consolidando así el retorno de la inversión y cumpliendo con la meta del fondo: transformar una empresa en crisis en un activo rentable y atractivo para el mercado.

Sin embargo, este tipo de operaciones, propias de los denominados *turnaround funds*, aún no se han materializado en el Perú. Hasta la fecha, no se tiene registro de casos en los que un patrimonio autónomo haya adquirido una empresa en situación de insolvencia con el propósito de reestructurarla y devolverla a la rentabilidad. Si bien el caso de Telefónica podría abrir una suerte de “caja de Pandora” que habilite la participación de actores internacionales en

este tipo de estrategias, lo cierto es que, en el ámbito nacional, ninguno de los fondos de inversión peruanos ha incursionado en ellas.

Esta ausencia no responde necesariamente a la complejidad técnica o jurídica de las operaciones de *turnaround*, sino más bien a la orientación predominante de los fondos de inversión en el país. En efecto, los objetivos de estos fondos y el destino de sus recursos están dirigidos principalmente al financiamiento de proyectos inmobiliarios, obras de infraestructura, o a la inversión en instrumentos financieros —como títulos valores representativos de deuda o participación— con el fin de generar rentabilidad para los partícipes, sean personas naturales o inversionistas institucionales.

En consecuencia, si bien el ecosistema del mercado de valores peruano ya presenta limitaciones estructurales, el universo de los fondos de inversión resulta aún más restringido cuando se trata de activos de alto riesgo como los *distressed securities*.



Capítulo 3

Medios para viabilizar la reestructuración: un análisis del financiamiento concursal, cram down, operaciones de distressed M&A y fondos de inversión bajo el ordenamiento peruano

3.1 El financiamiento concursal como medio para viabilizar la reestructuración

Líneas arriba hemos señalado que el financiamiento concursal es uno de los medios que puede viabilizar una reestructuración, ya que, la inyección de liquidez al deudor —cuando este es viable sobre la base objetiva de la valorización— y el indicador del valor del negocio en marcha es superior al valor del negocio en liquidación, implica que saldrá de la crisis y se reestructurará. El hecho de obtener un financiamiento potencia dichos indicadores, haciendo mucho más atractiva la reestructuración.

Sin embargo, a la fecha no existen financiamientos concursales, y ello se debe a que el propio ordenamiento concursal no otorga suficientes garantías al prestamista ni beneficios por otorgar dicho crédito. No obstante, no existe prohibición alguna en la regulación bancaria. Así, en la Ley No. 26702 —Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros y Orgánica de la Superintendencia de Banca y Seguros— (en adelante, la “Ley General del Sistema Financiero”) no hay prohibición expresa que impida a una entidad bancaria destinar recursos para otorgar un crédito a un deudor que enfrenta problemas financieros.

Si bien a lo largo de la Ley General del Sistema Financiero se habla del riesgo crediticio, entendido como el riesgo de que el deudor de un contrato financiero no cumpla las condiciones pactadas, corresponde señalar que, en el caso de una empresa en concurso, dicho riesgo es altamente probable.

En concordancia con el artículo 222 de la Ley General del Sistema Financiero¹⁰, en relación con las operaciones que integran la cartera crediticia, deberá tenerse presente que para su evaluación se tomarán en cuenta los flujos de caja del deudor, sus ingresos y capacidad de servicio de la deuda, situación financiera, patrimonio neto, proyectos futuros y otros factores relevantes para determinar su capacidad de pago.

El criterio básico es la capacidad de pago del deudor, mientras que las garantías tienen carácter subsidiario. Entonces, al momento de efectuar la evaluación crediticia, si bien en una

¹⁰ “Artículo 222.- Evaluación de las operaciones que integran la cartera crediticia.

Con relación a las operaciones que integran la cartera crediticia, deberá tenerse presente que para su evaluación se tomará en cuenta los flujos de caja del deudor, sus ingresos y capacidad de servicio de la deuda, situación financiera, patrimonio neto, proyectos futuros y otros factores relevantes para determinar la capacidad del servicio y pago de deuda del deudor. El criterio básico es la capacidad de pago del deudor. Las garantías tienen carácter subsidiario.”

primera revisión puede parecer inviable —pues el artículo mismo establece que el criterio básico es la capacidad de pago del deudor— no conviene relativizar dicho criterio. Si estamos ante un deudor que, tras el informe de valorización, presenta resultados positivos y cuyo valor de negocio en marcha supera al de liquidación, entonces es razonable proyectar que en el futuro generará el flujo de caja necesario y suficiente para pagar el crédito y recuperarse.

Evidentemente, aumentarán sus ingresos, el patrimonio neto se recuperará y será positivo, y en cuanto a proyectos futuros, el *management* de la empresa podría tener iniciativas que hagan más atractivo el financiamiento, como la entrada de un nuevo socio que inyecte capital, una operación acordeón en el marco de una capitalización de créditos, o el ingreso de un fondo de *private equity*. Todo ello dependerá del plan de reestructuración y de lo que acuerden las partes con el banco para suscribir el financiamiento.

Sin embargo, el otorgamiento de este crédito conlleva que la entidad prestamista —una entidad bancaria— realice una provisión, la cual no es genérica sino específica. Esta provisión específica se exige porque, al otorgar un crédito a una empresa en situación de insolvencia, el nivel de riesgo es evidentemente superior al normal.

En esa línea, la reducción del impacto de la provisión puede minimizarse mediante el otorgamiento de garantías. Si bien la mayoría de los bienes de la sociedad concursada se encuentran gravados por otros acreedores, existen dos caminos posibles: que la sociedad tenga algún bien que pueda dar en garantía a favor del banco —lo cual requerirá el consentimiento de la junta de acreedores para evitar la nulidad de la disposición o una acción de reintegro que perjudique al banco— o que los acreedores que tienen garantías constituidas a su favor negocien y suscriban acuerdos de subordinación. Esto último implica un recálculo de los créditos concursales, pero también un sacrificio que busca maximizar la recuperación de la acreencia y viabilizar el financiamiento.

Ahora bien, si bien el artículo 217 de la Ley General del Sistema Financiero no establece una prohibición expresa para prestar dinero a empresas en situación de insolvencia, la ausencia de prohibición por parte del ordenamiento bancario implica que, en teoría, sí se puede. Sin embargo, la verdadera limitación proviene del régimen concursal, que, aunque no lo prohíbe de forma expresa, genera obstáculos estructurales que impiden la materialización efectiva de este tipo de operaciones. La falta de incentivos y protección jurídica para el prestamista en el marco concursal hace que el financiamiento post - concursal sea una figura marginal en la práctica.

Existen créditos concursales y post - concursales, siendo los primeros aquellos que se devengan antes de la publicación del aviso de concurso en el boletín concursal, mientras que los segundos se devengan después de dicha publicación.

La diferencia entre ambos es abismal en términos de riesgo: los créditos concursales están asegurados conforme a la clase de créditos a la que pertenezcan, mientras que los créditos post - concursales, en caso de disolución y liquidación, se integran a la masa de créditos ya reconocidos, pero ocupan el último orden de prelación, incluso si cuentan con garantías reales o mobiliarias. Esta situación genera una desincentivación natural para el otorgamiento de créditos post - concursales, dado que el riesgo de no recuperación es significativamente mayor.

Es decir, si el deudor tiene la intención de suscribir un contrato de financiamiento con una entidad bancaria para obtener capital de trabajo, este será considerado un crédito post - concursal. Al ser post - concursal, no se le aplican las disposiciones de no exigibilidad inmediata ni la suspensión del devengo de intereses, por lo que es exigible en cualquier momento y los intereses se siguen computando.

No obstante, en este tipo de situaciones, el deudor no puede responder libremente, ya que, su patrimonio se encuentra embargado. En consecuencia, aunque el deudor quiera pagar, existe prioridad sobre los créditos concursales previamente reconocidos, lo que limita la efectividad del pago y la recuperación del crédito otorgado.

Sobre la base de lo mencionado anteriormente, se concluye que la regulación concursal limita el otorgamiento de créditos concursales debido al riesgo que conlleva en caso de disolución y liquidación. Por su parte, la ley bancaria alerta sobre las consecuencias de otorgar crédito a un deudor con riesgo superior al normal por su situación de insolvencia.

En ese contexto, y ante la necesidad de incentivar el financiamiento a empresas en crisis, el Proyecto de Ley presentado el 20 de julio de 2023 —remitido al Congreso de la República mediante el Oficio No. 234-2023-PR— propone modificar parcialmente la LGSC, con el objetivo de facilitar el acceso al crédito en situaciones de insolvencia y promover la recuperación empresarial. Esta iniciativa legislativa busca corregir las limitaciones estructurales del régimen concursal actual, reconociendo que, sin mecanismos adecuados de financiamiento, la reestructuración efectiva de empresas viables se torna inviable en la práctica.

Desde una perspectiva funcional, el financiamiento concursal debe entenderse como un instrumento que permite fortalecer la posición patrimonial del deudor durante el procedimiento, especialmente en su etapa inicial, con miras a presentar un plan de reestructuración viable.

En la práctica, sin embargo, el sistema concursal ha sido utilizado como una herramienta de última instancia, cuando la situación financiera ya es crítica. Esta conducta reactiva de las empresas, que postergan decisiones estratégicas hasta que la crisis es inminente, contrasta con los mecanismos preventivos previstos en la Ley General de Sociedades, como la

reestructuración privada o la adopción de medidas correctivas por parte de los órganos de administración.

Así, el nuevo régimen de incentivos propuesto busca revertir esta lógica, promoviendo el acceso a capital fresco para aquellas empresas que, pese a su situación de insolvencia, mantienen un valor económico en marcha superior al valor de liquidación.

El Proyecto de Ley presentado el 20 de julio de 2023, remitido al Congreso mediante el Oficio No. 234-2023-PR, introduce una reforma significativa al régimen concursal al incorporar un marco normativo que reconoce expresamente el financiamiento post-concursal.

Como ha señalado Puelles (2009), esta propuesta representa un avance frente al enfoque excesivamente conservador de la LGSC, el cual ha limitado históricamente las oportunidades de recuperación empresarial. El objetivo de esta reforma es claro: permitir que el deudor acceda a recursos financieros que le permitan continuar operando y llegar a la etapa decisoria de la junta de acreedores con una situación patrimonial más sólida, lo que a su vez incrementa la probabilidad de maximizar el valor del patrimonio y mejorar la tasa de recuperación de los créditos concursales.

En esa línea, el financiamiento concursal cumple una doble función: por un lado, actúa como mecanismo de protección del crédito, al mejorar la tasa de retorno para los acreedores; y por otro, contribuye a mitigar el impacto social de la liquidación de empresas viables, al evitar la destrucción de valor económico y empleo. Esta doble finalidad refuerza la necesidad de contar con un marco normativo que no solo permita, sino que también incentive, el otorgamiento de este tipo de financiamiento. De este modo, se rompe con la visión liquidatoria del sistema concursal y se fortalece su función recuperatoria.

No obstante, el riesgo para el prestamista sigue siendo considerable. Aun cuando el financiamiento se haya otorgado con base en indicadores positivos, existe la posibilidad de que el deudor, por factores internos o externos, no logre revertir su situación y termine en liquidación.

En ese escenario, el crédito otorgado podría quedar relegado a un orden de prelación inferior, lo que desincentiva su concesión. Antes de la reforma, incluso si se constituían garantías, estas no eran suficientes para mejorar la posición del acreedor en la prelación de pagos, ubicando al crédito en el quinto orden, con escasas probabilidades de recuperación.

Frente a ello, el legislador ha introducido una propuesta de modificación al artículo 42 de la LGSC, estableciendo que los créditos derivados de financiamientos concursales — otorgados conforme al nuevo artículo 16.4 — se ubiquen en el segundo orden de prelación en caso de liquidación.

Esta disposición representa un cambio sustancial, ya que otorga al prestamista una posición preferente en la distribución del patrimonio, independientemente de si se constituyeron garantías. En otras palabras, se reconoce un “premio” por asumir el riesgo de financiar a una empresa en crisis, lo que podría generar un entorno más favorable para la estructuración de operaciones de financiamiento dentro del procedimiento concursal.

Una vez habilitado el nuevo régimen normativo que reconoce el financiamiento concursal como mecanismo de recuperación empresarial, resulta indispensable considerar estructuras que permitan mitigar el riesgo inherente a este tipo de operaciones.

Dado que el otorgamiento de crédito a una empresa en insolvencia exige provisiones específicas elevadas por parte de las entidades financieras, la modalidad más adecuada para canalizar estos préstamos es la contratación sindicada. Esta figura permite que varios bancos participen en el financiamiento de manera proporcional (a prorrata), compartiendo el riesgo crediticio y superando los límites individuales de exposición establecidos por la normativa bancaria.

Según Peschiera (2007) el crédito sindicado se configura como una herramienta financiera que facilita el otorgamiento de préstamos de gran envergadura mediante un contrato único, con condiciones homogéneas para todos los prestamistas. Esta estructura no solo permite diversificar el riesgo entre múltiples entidades, sino que también mejora la eficiencia operativa y jurídica del financiamiento. En este esquema, se designan dos figuras clave: el agente administrativo, encargado de centralizar la gestión del crédito, recolectar pagos del deudor y distribuirlos proporcionalmente entre los prestamistas; y el agente de garantías, responsable de administrar y ejecutar las garantías otorgadas por el deudor en beneficio del sindicato de acreedores.

La contratación sindicada resulta especialmente útil en contextos de reestructuración empresarial, donde el crédito para fines corporativos —una de sus modalidades más relevantes— permite atender necesidades generales de liquidez, reorganización o continuidad operativa sin estar vinculado a un activo específico. Esta flexibilidad es crucial para empresas que, pese a encontrarse en situación de insolvencia, mantienen un valor económico en marcha superior al valor de liquidación, y requieren capital fresco para implementar un plan de recuperación viable (Peschiera Mifflin, 2007).

Además, el modelo sindicado permite estructurar operaciones con distintos tramos de deuda (tranches), cada uno con condiciones financieras diferenciadas, pero bajo un contrato común. Esto facilita la participación de bancos con distintos perfiles de riesgo y fortalece la capacidad de negociación del deudor. Asimismo, la estandarización de cláusulas contractuales

—como las de cesión de derechos, garantías, y toma de decisiones por mayoría— contribuye a la circulación del crédito y a su eventual refinanciamiento, lo que es especialmente relevante en procesos concursales donde la flexibilidad y la predictibilidad son esenciales (Peschiera Mifflin, 2007).

En suma, la implementación del financiamiento concursal bajo la modalidad sindicada no solo permite distribuir el riesgo entre varios actores financieros, sino que también dota al procedimiento concursal de herramientas modernas y eficientes para evitar la liquidación de empresas viables. Esta estructura, respaldada por un marco normativo que reconoce su prelación especial en caso de liquidación, representa una oportunidad para transformar el enfoque tradicional del sistema concursal peruano, orientándolo hacia la recuperación efectiva del crédito y la preservación del valor económico.

No obstante, debe advertirse que en el ordenamiento peruano aún no se ha otorgado financiamiento a una empresa en concurso ni existen pronunciamientos de la autoridad administrativa competente sobre este punto. Ello evidencia la tensión normativa entre el régimen bancario y el concursal: mientras el primero no prohíbe expresamente este tipo de operaciones, el segundo tampoco las impide, pero carece de disposiciones que generen las condiciones necesarias para viabilizar préstamos a empresas concursadas.

En ese sentido, el primer paso para que se pueda otorgar financiamiento es que el área de riesgos de la entidad financiera evalúe el perfil de la empresa sobre la base de que el valor del negocio en marcha sea superior al valor del negocio en liquidación. Así, si el financiamiento constituye una condición necesaria y suficiente para la viabilidad de la reestructuración, resulta pertinente observar la experiencia comparada.

En efecto, la jurisprudencia española, a través del Auto del Juzgado de lo Mercantil No.1 de Jaén de 4 de marzo de 2024, referido a la solicitud de homologación del plan de reestructuración de Aceites Naturales del Sur, S.L.¹¹, estableció que una empresa que pretende reestructurarse debe demostrar que, tras una valoración como empresa en funcionamiento, pueda razonablemente presumirse su capacidad de cumplir pagos.

Para ello, la homologación del plan requiere que la solicitud vaya acompañada de un informe emitido por un experto en reestructuración sobre el valor de la deudora como negocio en marcha. De esta manera, el criterio de que el valor del negocio en marcha sea superior al

¹¹ Para más detalle, véase: Juzgado de lo Mercantil No.1 de Jaén. (2024, 4 de marzo). *Auto de homologación del plan de reestructuración de Aceites Naturales del Sur, S.L.* (Proc. 457/2023, ECLI:ES:JMJ:2024:6A, CENDOJ 23050470012024200001).

valor de liquidación se reconoce como un estándar objetivo, aunque para dotarlo de credibilidad debe estar respaldado por un informe especializado, como el de una sociedad auditora.

Asimismo, en este caso concreto se denegó la homologación del plan porque, además de incumplir otros requisitos formales, no contenía la exposición de las condiciones necesarias para su éxito ni las razones que ofrecieran una perspectiva razonable de viabilidad en el corto y medio plazo.

El juzgado precisó que estas menciones son indispensables para valorar la viabilidad del plan y, en general, para proceder a su aprobación y eventual homologación. En ese sentido, la jurisprudencia española ha establecido, al amparo de su legislación concursal, que para que un plan de reestructuración sea viable debe detallar de manera expresa las condiciones que aseguren su éxito y demostrar que estas validan una perspectiva razonable de continuidad.

Como hemos señalado, el financiamiento constituye una herramienta que realmente genera dichas condiciones, aunque en el ordenamiento peruano solo se hable de que los acreedores deben asignar eficientemente los recursos para maximizar el patrimonio del deudor, sin prever de manera específica mecanismos que incentiven el crédito en escenarios concursales.

La experiencia española evidencia que la viabilidad de un plan está íntimamente vinculada a la existencia y justificación de financiamiento externo: el Auto del Juzgado de lo Mercantil No. 1 de Jaén, de 4 de marzo de 2024, denegó la homologación del plan de Aceites Naturales del Sur, S.L. precisamente por carecer de esa justificación de viabilidad, mientras que recientemente el Auto del Juzgado de lo Mercantil No. 5 de Barcelona, de 2 de junio de 2025, homologó el plan de Holaluz-Clidom, S.A.¹² porque incorporaba una inyección de 22 millones de euros por parte de un inversor externo (ICOSIUM), configurada como elemento esencial para la continuidad del negocio, la reducción de pasivos y la adecuación del calendario de vencimientos a la generación de caja.

De este modo, mientras la ausencia de financiamiento debidamente sustentado conduce a la inviabilidad del plan, su existencia y respaldo técnico por parte de un experto se erigen en condición suficiente para acreditar la razonabilidad y efectividad de la reestructuración.

La experiencia española muestra que la efectividad de los planes de reestructuración está condicionada a la existencia de financiamiento externo debidamente justificado y al cumplimiento de un estándar de viabilidad económica verificable por un experto independiente.

¹² Para más detalle, véase: Juzgado de lo Mercantil No. 5 de Barcelona. (2025, 2 de junio). *Auto de homologación del plan de reestructuración de Holaluz-Clidom, S.A.* (Proc. 358/2025, ECLI:ES:JMB:2025:21A, CENDOJ 08019470052025200002).

La armonización de estas disposiciones con el ordenamiento peruano resulta perfectamente compatible, ya que, nuestro ordenamiento concursal, si bien no contempla expresamente el financiamiento como requisito de viabilidad, sí reconoce como principio que los acreedores deben asignar eficientemente los recursos para maximizar el patrimonio del deudor y recuperar sus acreencias.

En este sentido, incorporar la exigencia de que la viabilidad del plan esté sustentada en financiamiento externo certificado por un tercero especializado no contradice la normativa vigente, sino que la fortalece. En el caso peruano, esta función podría ser asumida por una sociedad auditora registrada en el Registro de Empresas de Sociedades de Auditoría Externas de la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP, asegurando así la independencia técnica y la transparencia del análisis. Esta lección de la experiencia española resulta especialmente útil para reflexionar sobre la necesidad de dotar al sistema concursal peruano de herramientas que garanticen que los planes de reestructuración se basen en criterios objetivos de viabilidad y no únicamente en proyecciones declarativas del deudor.

La experiencia comparada demuestra que, si bien el financiamiento concursal o *DIP Financing* es una figura originaria del *Chapter 11* estadounidense, su utilización ha trascendido dicho sistema, revelando cómo los marcos concursales modernos buscan equilibrar el arraigo liquidatorio con mecanismos que favorezcan la continuidad operativa y la preservación del valor del negocio en marcha. Este razonamiento estratégico, alineado con las tendencias del mercado y el dinamismo empresarial, se evidencia de manera ejemplar en el caso LATAM Airlines Group S.A., considerado un *leading case* en América Latina.

El 26 de mayo de 2020, LATAM Airlines se acogió al *Chapter 11* ante la Corte de Quiebras del Distrito Sur de Nueva York, tras el impacto que la pandemia de COVID-19 generó sobre su liquidez y estructura corporativa. A diferencia de un proceso orientado a la liquidación, la empresa buscó reestructurar sus pasivos para sostener la continuidad del negocio, proponiendo un financiamiento concursal de aproximadamente US\$ 2,450 millones, estructurado en dos tramos: un Tramo A senior, otorgado por inversionistas externos (principalmente *Oaktree Capital* y *Knighthead Capital*), y un Tramo C junior, de primer riesgo, inicialmente suscrito por accionistas vinculados (Qatar Airways y Cueto/Eblen) y posteriormente abierto a terceros (LATAM Airlines Group S.A, 2020).

El juez James L. Garrity Jr. rechazó inicialmente la propuesta por incorporar una opción de repago en acciones con descuento (*equity option*), al considerar que dicha cláusula configuraba un *sub rosa* plan contrario al principio de prioridad absoluta. Tras eliminar esa opción y abrir la estructura del Tramo C a nuevos participantes, el tribunal aprobó el

financiamiento reformulado, estableciendo un precedente relevante sobre los límites del diseño de DIP con participación de *insiders* y la aplicación del estándar de equidad en contextos de financiamiento concursal (In re LATAM Airlines Group S.A, 2020) .

Este caso evidenció que, incluso bajo escenarios de crisis global, la lógica económica de preservación del valor y la estrategia de reestructuración con capital fresco pueden prevalecer sobre la liquidación inmediata, compensando así el arraigo liquidatorio mediante una visión empresarial y dinámica coherente con las tendencias internacionales de rescate corporativo (Darby, 2020) .

3.2 El *cram down* como medio para viabilizar la reestructuración

El *cram down* es una figura jurídica prevista en el Capítulo 11 del Código de Bancarrota estadounidense que permite la aprobación judicial de un plan de reestructuración empresarial incluso cuando uno o más grupos de acreedores votan en contra. Su fundamento radica en evitar que una minoría de acreedores disidentes bloquee la reorganización de una empresa viable. Para que el tribunal autorice el *Cram Down*, el plan debe cumplir con ciertos estándares legales, entre ellos: que sea justo y equitativo, que no discrimine injustificadamente entre clases de acreedores, y que al menos una clase afectada lo haya aprobado.

Si bien el mecanismo del *Cram Down* resulta atractivo en jurisdicciones donde la autoridad concursal —generalmente un juez— puede imponer un plan de reestructuración frente a la oposición de una parte de los acreedores, en el Perú esta figura enfrenta una limitación estructural derivada de la naturaleza administrativa del sistema concursal.

A diferencia de otros países, donde el juez actúa como garante de la legalidad y equidad del procedimiento, en el Perú la autoridad competente es Indecopi, un ente administrativo que supervisa los procedimientos concursales bajo un modelo privatista y desjudicializado.

Como señala Agurto Isla (2017), este sistema *sui generis* delega las decisiones sustantivas del concurso —como el destino del deudor, la aprobación del plan de reestructuración o la liquidación— a la Junta de Acreedores, mientras que Indecopi se limita a verificar el cumplimiento de las formalidades y la legalidad de los acuerdos. Esta configuración implica que el Estado no interviene directamente en las decisiones de negocio, lo que contribuye a reducir el riesgo de arbitrariedades. Este modelo se materializa a través del principio de autonomía privada de los acreedores, quienes tienen el poder de decisión sobre el destino del deudor.

En este esquema, Indecopi se limita a actuar como un árbitro imparcial, encargado de verificar el cumplimiento de las formalidades y la legalidad de los acuerdos adoptados por la Junta de Acreedores.

A la base del mecanismo del Cram Down se encuentra la posibilidad de que la autoridad concursal competente imponga un plan de reestructuración utilizando criterios objetivos, como la prueba de lo justo y equitativo y el test del mejor interés de los acreedores. Sin embargo, en el contexto peruano, conviene analizar si dicha imposición puede considerarse firme cuando proviene de una autoridad administrativa como Indecopi, y no de un órgano jurisdiccional.

En efecto, si el administrado no está conforme con la decisión adoptada por Indecopi, tiene la posibilidad de recurrir a la vía contencioso-administrativa, lo que abre la puerta a que un juez revise si dicha decisión fue adecuada o contraproducente. Esta situación plantea una tensión con el principio de autonomía privada de los acreedores, que constituye el eje del modelo concursal peruano, en el cual los acreedores tienen el poder de decisión sobre el destino del deudor, mientras que Indecopi actúa como un árbitro imparcial que supervisa la legalidad de los acuerdos adoptados por la junta de acreedores.

No obstante, dicho principio no es absoluto, y encuentra límites en figuras como el abuso del derecho, especialmente cuando la oposición de ciertos acreedores impide la viabilidad de una reestructuración que podría beneficiar al conjunto. En este marco, resulta indispensable considerar el alcance del Proceso Contencioso Administrativo como vía de control jurisdiccional frente a las decisiones de Indecopi.

Como señala Jiménez Vargas-Machuca (2012) , este proceso no se circunscribe al control jurídico por el Poder Judicial de las actuaciones de la Administración Pública, sino que hace hincapié en la efectiva tutela de los derechos e intereses de los administrados. Esta concepción moderna del proceso contencioso-administrativo como mecanismo de plena jurisdicción permite al juez no solo revisar la legalidad del acto, sino también valorar si la actuación administrativa ha respetado principios como la buena fe procesal, la verdad material, la suplencia de oficio y el favor *pro actione*, todos orientados a garantizar una tutela efectiva. Sobre esta base, se podrá evaluar si el *Cram Down* puede ser implementado como una herramienta que coadyuve a promover más reestructuraciones empresariales, sin desnaturalizar el modelo privatista ni vulnerar las garantías del procedimiento administrativo.

Entonces, si una eventual imposición de un plan de reestructuración por parte de la autoridad concursal puede ser cuestionada —y eventualmente anulada por mandato judicial en sede contencioso-administrativa—, cabe preguntarse qué sucede cuando, en ejercicio del principio de autonomía privada de los acreedores, se adopta una decisión de disolución y liquidación que resulta manifiestamente abusiva.

Este supuesto se configura cuando el informe de valorización arroja resultados positivos que evidencian la viabilidad económica del negocio, y sin embargo, los acreedores optan por

liquidar la empresa, omitiendo criterios objetivos que podrían haber permitido una recuperación más eficiente del crédito. En tal escenario, se incurre en un abuso del derecho, pues se sacrifica el valor económico de una empresa viable, afectando no solo al deudor, sino también a los propios acreedores que podrían haber recuperado más en un escenario de continuidad.

En la Resolución No. 104-96-TRI-SDC/INDECOPI¹³ (en adelante, Resolución) se delinearon los elementos que permiten identificar cuándo el ejercicio de un derecho puede constituir abuso. Para ello, se estableció que deben concurrir las siguientes condiciones: (i) que el derecho invocado esté reconocido formalmente por el ordenamiento jurídico; (ii) que su ejercicio ocasione un perjuicio a un interés legítimo; (iii) que dicho interés afectado no esté amparado por una prerrogativa jurídica específica; y (iv) que el uso del derecho desnaturalice de manera evidente los fines económicos y sociales que justificaron su reconocimiento, vulnerando así el principio de buena fe que rige su ejercicio.

Partiendo de los criterios establecidos en la Resolución, es posible sostener que el ejercicio de ciertos derechos, como la autonomía privada de los acreedores, puede incurrir en abuso cuando se desvirtúan los fines que justifican su reconocimiento. En este contexto, la figura del *cram down* plantea una tensión evidente con dicho principio, especialmente cuando los acuerdos adoptados por los acreedores —como la disolución y liquidación de la empresa— se basan en decisiones arbitrarias que omiten criterios objetivos y racionales.

Este tipo de acuerdos, lejos de constituir una manifestación legítima de la autonomía privada, pueden perjudicar a aquellos acreedores que, guiados por criterios objetivos, consideran que la reestructuración es una alternativa más eficiente. No obstante, cuando la mayoría se inclina por la liquidación, se genera un desequilibrio que distorsiona el proceso de toma de decisiones colectivas.

En este contexto, la voluntad mayoritaria no necesariamente refleja una opción racional ni alineada con los fines del procedimiento concursal, sino que responde a una preferencia por soluciones inmediatas que pueden sacrificar valor económico a largo plazo. Ante esta problemática, se podría aplicar mecanismos de control como las pruebas de razonabilidad y eficiencia económica, con el propósito de verificar si el acuerdo adoptado realmente cumple con los objetivos del sistema concursal.

¹³ En la Resolución No. 104-96-TDC, de fecha 23 de diciembre de 1996, emitida por la Sala de Defensa de la Competencia del INDECOPI, se confirmó en todos sus extremos la Resolución No. 003-96-CSA-INDECOPI/EXP-58, que declaró la insolvencia del Grupo Pantel, a solicitud de Eurobanco. En dicha resolución, se identifican elementos característicos del abuso del derecho, lo que constituye un precedente relevante para analizar decisiones adoptadas por acreedores en el marco de procedimientos concursales.

Estas herramientas serán desarrolladas más adelante, pero lo esencial aquí es advertir que, en la práctica, el ejercicio de la autonomía privada de los acreedores se encuentra condicionado por una tendencia estructural del sistema: la liquidación como única salida.

Esta inclinación hacia la liquidación inmediata —conocida como *piecemeal liquidation*— contradice el objetivo fundamental del artículo I de dicha norma establece que el propósito del sistema es la recuperación del crédito mediante procedimientos que permitan la asignación eficiente de los recursos, buscando maximizar su valor. Sin embargo, los acuerdos que optan por la liquidación fragmentada no cumplen con este objetivo, ya que priorizan la obtención de valor inmediato por sobre la preservación del valor económico integral de la empresa.

En el marco de los procedimientos, la autonomía privada de los acreedores se manifiesta principalmente a través de la junta de acreedores, órgano facultado para decidir el destino de la empresa concursada. Si bien esta autonomía está reconocida normativamente —por ejemplo, en el artículo 74 de la LGSC, que permite optar por la disolución y liquidación—, su ejercicio no es absoluto. Como lo establece la Resolución, el derecho reconocido puede ser objeto de abuso cuando se cumplen ciertos requisitos.

En este sentido, es posible afirmar que un acuerdo de disolución y liquidación puede configurar un supuesto de abuso del derecho si se verifican los elementos establecidos por dicha resolución.

El primer requisito se refiere al reconocimiento formal del derecho, el cual se cumple en tanto la facultad de la Junta está prevista expresamente en la LGSC. No obstante, el segundo requisito exige que el ejercicio del derecho cause un perjuicio a un interés legítimo. En este caso, el acuerdo de liquidación puede afectar a los acreedores que, basándose en criterios objetivos —como informes de valorización o análisis de viabilidad económica—, consideran que la reestructuración es una alternativa más eficiente.

Respecto al tercer requisito, que exige que el interés afectado no esté protegido por una prerrogativa jurídica específica, se puede interpretar que el interés en la reestructuración no se encuentra expresamente tipificado como un derecho autónomo en la LGSC. Por tanto, al no existir una norma que lo proteja directamente, este interés queda expuesto a decisiones mayoritarias que pueden ignorarlo, cumpliéndose así este tercer elemento del abuso.

El cuarto requisito se refiere a que el ejercicio del derecho desnaturalice los fines económicos y sociales que justificaron su reconocimiento, vulnerando el principio de buena fe. La LGSC establece como objetivo la recuperación del crédito mediante la asignación eficiente de recursos, procurando el máximo valor posible.

Sin embargo, los acuerdos que optan por la liquidación inmediata —*piecemeal liquidation*— no cumplen con este objetivo, ya que priorizan la obtención de valor inmediato sobre esa maximización del patrimonio para poder recuperar la acreencia. Esta práctica desvirtúa el propósito esencial del sistema concursal, convirtiendo la liquidación en una salida estructural más que en una decisión racional y evaluada.

Uno de los principios fundamentales del Derecho Concursal es la neutralidad del sistema frente a las decisiones que adopten los acreedores respecto a la solución de la insolvencia. Como señalan Rojo y Beltrán (2005) la capacidad solutoria del sistema debe ser neutral, es decir, no debe privilegiar ni obstaculizar ninguna de las alternativas disponibles, ya sea la reestructuración o la disolución del deudor.

Esta neutralidad se sustenta en el principio de autonomía privada de los acreedores, permitiéndoles decidir libremente la vía más adecuada para maximizar la recuperación de sus créditos. Sin embargo, esta autonomía no puede ejercerse de forma ilimitada, pues está sujeta a límites derivados del principio de buena fe y del respeto a los fines económicos y sociales del procedimiento concursal.

En ese marco, la Resolución, establece cuatro requisitos para que el ejercicio de un derecho pueda ser considerado abusivo. Aplicando estos criterios al caso de acuerdos de disolución y liquidación, se puede sostener que dichos acuerdos podrían configurar un abuso del derecho cuando: (i) el derecho está formalmente reconocido (como ocurre con la facultad de la Junta de Acreedores de decidir la liquidación, conforme al artículo 74 de la LGSC); (ii) su ejercicio causa un perjuicio a un interés legítimo (como sucede cuando se omiten criterios objetivos como el informe de valorización); (iii) el interés afectado no está protegido por una prerrogativa jurídica específica (como ocurre con el interés en la reestructuración, que no está tipificado como derecho autónomo); y (iv) se desnaturalizan los fines económicos y sociales que justificaron el reconocimiento del derecho, vulnerando el principio de buena fe.

El cuarto requisito es especialmente relevante. Si el ejercicio del derecho por parte de la Junta de Acreedores —al optar por la disolución y liquidación— desnaturaliza los fines sociales y económicos del procedimiento concursal, entonces se configura un ejercicio abusivo.

Esto ocurre cuando, existiendo un criterio objetivo como el informe de valorización que demuestra que la empresa tiene un Valor del Negocio en Marcha (VNM) superior al Valor del Negocio de Liquidación (VNL), se opta por liquidar sin considerar dicha información. El VNM refleja la capacidad de la empresa para seguir operando de manera rentable, considerando activos tangibles e intangibles, eficiencia operativa, red comercial, talento humano, marca y

posicionamiento. Si este valor es superior al VNL, lo racional es apostar por la reestructuración, ya que la liquidación implicaría una destrucción de valor.

No obstante, en la práctica peruana, el sistema concursal no logra ser neutral. A pesar de contar con dos procedimientos regulados y reconocer la autonomía de los acreedores, la estructura normativa y operativa genera trabas significativas a la reestructuración.

En 2018, por ejemplo, de 25 procedimientos concursales iniciados, apenas 2 culminaron en reestructuración, mientras que los 23 restantes terminaron en liquidación (Guzmán Halberstadt, 2020). Esta tendencia revela una visión arraigada que equipara el ingreso al concurso con la muerte empresarial, lo que condiciona la conducta de los acreedores, especialmente del sector financiero.

En consecuencia, cuando la junta de acreedores decide la disolución y liquidación sin considerar criterios técnicos como el informe de valorización, sin evaluar la viabilidad del deudor y sin aplicar pruebas de razonabilidad y eficiencia económica, se configura un ejercicio abusivo del derecho. Esta conducta vulnera el principio de buena fe, desnaturaliza los fines del procedimiento concursal y afecta los intereses legítimos de los acreedores que apuestan por la reestructuración.

Por ello, es necesario que Indecopi ejerza un control efectivo sobre estos acuerdos, aplicando los mecanismos previstos en la LGSC para evitar que la autonomía privada se convierta en una herramienta de exclusión y destrucción de valor.

Desde esta perspectiva, tomar como referencia el informe de valorización emitido por una sociedad auditora resulta fundamental. La razón de ser de este informe es proporcionar a los acreedores una base objetiva para evaluar si la empresa concursada posee viabilidad económica.

En casos donde dicho informe revela que la empresa tiene un Valor Neto en Marcha (VNM) superior al Valor Neto de Liquidación (VNL), optar por la disolución y liquidación podría implicar una destrucción innecesaria de valor. Esta decisión, lejos de responder a criterios técnicos, puede obedecer a intereses inmediatos o estratégicos de ciertos acreedores, lo que genera un conflicto entre la racionalidad económica y el ejercicio formal del derecho.

Este conflicto guarda similitud con lo que ocurre en el ámbito societario, donde los socios mayoritarios pueden imponer decisiones —como la disolución de la sociedad— que perjudican a los socios minoritarios. En el derecho societario, los socios minoritarios cuentan con mecanismos de protección, como la impugnación de acuerdos sociales o la acción individual de responsabilidad, especialmente en sociedades cotizadas. Estas herramientas

permiten cuestionar judicial o arbitralmente el abuso de poder por parte de la mayoría, garantizando un equilibrio entre participación y protección.

Sin embargo, en el ámbito concursal, los acreedores minoritarios no disponen de mecanismos equivalentes. La única vía prevista por la LGSC es la impugnación de acuerdos ante INDECOPI, conforme al artículo 118.1, que contempla como causal el ejercicio abusivo del derecho. Aunque esta vía existe, su aplicación práctica es limitada y la carga probatoria para demostrar el abuso suele ser elevada. En ese sentido, sería razonable plantear la necesidad de un mecanismo complementario que permita revisar los acuerdos adoptados por la Junta de Acreedores, especialmente cuando se omiten criterios objetivos como el informe de valorización, y se opta por la liquidación sin una evaluación técnica que justifique dicha decisión.

Como señala Espinoza (2005), el abuso de derecho es una limitación intrínseca del derecho subjetivo que se configura con el conflicto entre éste y un interés legítimo. Bajo esta concepción, cuando la mayoría de acreedores decide liquidar una empresa viable sin atender a criterios técnicos ni al impacto económico-social de dicha decisión, se configura un ejercicio abusivo del derecho. Esta situación exige una revisión crítica del sistema concursal peruano, que si bien reconoce formalmente la autonomía privada, no garantiza mecanismos efectivos para evitar que dicha autonomía se convierta en una herramienta de exclusión o destrucción de valor.

En el marco del sistema concursal peruano, si bien no existe una regulación expresa equivalente a los estándares del *fair and equitable test* o del *best interest of creditors test* del Capítulo 11 estadounidense, es posible identificar principios similares implícitos en la LGSC, especialmente cuando se analiza la protección de los acreedores disidentes frente a decisiones adoptadas por la mayoría en la Junta de Acreedores.

Por un lado, el principio de trato equitativo —análogo al *fair and equitable test*— puede inferirse del deber de no incurrir en abuso del derecho, previsto como causal de impugnación en el artículo 118.1 de la LGSC.

Este principio exige que las decisiones adoptadas por la mayoría no generen un perjuicio desproporcionado o arbitrario a las clases minoritarias. Así, si una clase de acreedores es tratada de forma significativamente menos favorable que otras en condiciones similares, sin una justificación objetiva, podría configurarse un ejercicio abusivo del derecho. En este sentido, la jurisprudencia administrativa del Indecopi ha reconocido que la exclusión injustificada de ciertos acreedores de un grupo con mejores condiciones —como ocurrió en el caso *Austral*

Group S.A.A.— puede vulnerar el principio de la *par conditio creditorum* y desnaturalizar los fines del procedimiento concursal.

Por otro lado, el estándar del *best interest of creditors test* encuentra un paralelo funcional en la exigencia de que los acuerdos adoptados por la Junta no perjudiquen a los acreedores disidentes en comparación con el escenario alternativo de liquidación.

Aunque la LGSC no lo establece expresamente, este análisis puede derivarse del principio de eficiencia económica que subyace al sistema concursal. En efecto, si un plan de reestructuración ofrece a un acreedor disidente un valor inferior al que recibiría en una liquidación ordenada conforme al orden de prelación legal, dicho plan podría ser cuestionado por no maximizar el valor de recuperación, contraviniendo el objetivo establecido en el artículo I de la LGSC.

En consecuencia, incorporar estándares similares a los del sistema estadounidense permitiría fortalecer la protección de los acreedores minoritarios en el Perú, dotando al sistema de mayor racionalidad económica y legitimidad jurídica. La aplicación de criterios como la comparación entre el valor ofrecido en el plan y el valor estimado en una liquidación hipotética, o la evaluación del trato proporcional entre clases, contribuiría a evitar decisiones arbitrarias y a garantizar que la autonomía privada de los acreedores se ejerza dentro de los límites del principio de buena fe y del interés colectivo.

El análisis del *cram down* en el marco del sistema concursal peruano revela una tensión estructural entre dos riesgos opuestos pero igualmente problemáticos: por un lado, la posibilidad de que la imposición administrativa de un plan de reestructuración por parte de Indecopi pueda ser cuestionada judicialmente, lo que introduce incertidumbre y limita la estabilidad del mecanismo; y por otro, el ejercicio abusivo de la autonomía privada de los acreedores al optar por la disolución y liquidación de empresas viables, en abierta contradicción con los fines económicos y sociales de la LGSC.

Ambos escenarios, aunque en apariencia antagónicos, coinciden en evidenciar la fragilidad del modelo concursal peruano frente a la finalidad última de maximizar el valor de la empresa en beneficio colectivo. La imposición de una reestructuración sin consenso y la liquidación arbitraria constituyen expresiones distintas de un mismo problema: la falta de mecanismos efectivos que garanticen que las decisiones, sean adoptadas por la autoridad administrativa o por la mayoría acreedora, respondan a criterios objetivos de viabilidad y eficiencia económica.

De allí que resulte indispensable reforzar los límites al ejercicio de la autonomía privada mediante estándares funcionalmente equivalentes al *fair and equitable test* y al *best interest of*

creditors test, así como fortalecer el control administrativo y judicial frente al abuso de derecho. Solo bajo estas condiciones podrá alcanzarse un equilibrio entre la autonomía de los acreedores, la neutralidad del sistema y la protección de los intereses colectivos, asegurando que el concurso no se reduzca a una mera antesala de la liquidación, sino que cumpla efectivamente su rol de asignación eficiente de recursos y recuperación del crédito.

Si bien la resolución emitida por la autoridad concursal peruana se centra en el abuso del derecho en el tratamiento de los acreedores, así como en los requisitos para configurarlo como causal de impugnación y, eventualmente, de nulidad de los acuerdos de la junta de acreedores, es importante destacar que la figura del *cram down* puede constituir una herramienta para contrarrestar el ejercicio abusivo del derecho por parte de las mayorías que optan por la liquidación.

No obstante, su aplicación también puede ser cuestionada en sede contenciosa ante el Poder Judicial. Ello se explica porque, en nuestro ordenamiento, el ejercicio de la autonomía privada y la búsqueda del mejor interés de los acreedores se ven restringidos, ya que en la práctica los derechos se ejercen en función de las mayorías, lo cual no garantiza necesariamente que la decisión adoptada sea lo más beneficioso para el conjunto de acreedores.

En este contexto, resulta relevante la aplicación de mecanismos de control como el *fair and equitable test* y el *best interest of creditors test*, que actúan como contrapesos para reforzar la autonomía privada.

Particularmente, el segundo test adquiere especial importancia, pues, como señala Pulgar (2022) implica que ningún acreedor disidente cuyo crédito se vea afectado por un plan de reestructuración puede recibir un trato menos favorable que el que tendría en un escenario de liquidación. Dicho de otro modo, el acreedor al que se le impone el plan de reestructuración, aun cuando haya votado en contra o incluso se haya pronunciado a favor de la liquidación, a la luz de esta prueba obtiene una mejor expectativa de recuperación de su crédito bajo la reestructuración que la que obtendría en la liquidación.

En el caso peruano, no se han emitido aún pronunciamientos sobre estas materias. Por su parte, en Colombia y Chile —aun cuando sus modelos concursales se encuentran judicializados— tampoco se advierte jurisprudencia en torno a estas figuras.

Es en España donde se concentra la experiencia comparada más relevante, al ser el único ordenamiento que cuenta con casos y decisiones jurisprudenciales en los que se ha aplicado el arrastre de acreedores para imponer un plan de reestructuración. Ello se debe a que la Directiva UE 2019/1023 (Gómez Asensio, 2020) recoge instituciones propias del *cram down* del *Chapter 11* norteamericano y, en tanto España es Estado miembro de la Unión Europea, se vio obligada

a trasladar estas disposiciones a su ordenamiento concursal. De este modo, se integraron las figuras que hemos detallado en líneas anteriores.

Si bien la jurisprudencia española —a través de los casos Aceites Naturales del Sur S.L. y Holaluz – Clidom S.A.— ha establecido que, para la viabilidad de un plan de reestructuración, resulta indispensable la presentación de un informe de valorización elaborado por un tercero experto e independiente, dicho documento constituye además uno de los requisitos para su homologación judicial. Este informe es el que determina si la reestructuración es procedente y solo en caso de cumplir con los criterios y estándares exigidos puede imponerse a los acreedores disidentes.

En esa misma línea, la Sentencia del Juzgado de lo Mercantil No.2 de Barcelona, de fecha 4 de septiembre de 2023¹⁴, resolvió la oposición planteada frente a la homologación del plan de reestructuración de la Compañía Española de Laminación S.L. (CELSA), en el que uno de sus acreedores financieros, KUTXABANK, formuló objeciones sobre la homologación del plan de reestructuración de CELSA.

En esencia, alegó tres puntos: (i) trato no paritario dentro de su propia clase, porque el diseño de las líneas de circulante habría obligado a algunos —como él, que no tenía disposiciones efectivas— a soportar más carga o riesgo que otros acreedores de la misma clase; (ii) una reducción mayor a la necesaria del valor de su crédito, al imponerle un sacrificio desproporcionado e incluso generarle obligaciones que —a su juicio— antes no existían; y (iii) que el plan no superaba la prueba del mejor interés del acreedor, pues, tratándose de una línea no dispuesta, en concurso no tendría por qué poner fondos a disposición, de modo que la liquidación le resultaría comparativamente más favorable.

El juzgado, apoyándose en criterios objetivos, desestimó cada objeción. Primero, respecto del trato intracase, señaló que la formación de clases ya había sido validada y que, fijada esa arquitectura, el trato es homogéneo y coherente con la estructura real de la deuda; si algún acreedor quería una posición alternativa, el plan preveía vías para optar por ella y, de no ejercerse en tiempo, rige el régimen común de su clase sin que ello suponga discriminación.

Segundo, sobre la supuesta merma desproporcionada, razonó que el plan reprograma plazos y condiciones para restaurar la viabilidad y distribuye objetivamente el valor de la reestructuración entre quienes asumen el riesgo financiero; la comparación pertinente no es con

¹⁴ Para más detalle, véase: Juzgado de lo Mercantil No. 2 de Barcelona. (2023, 4 de septiembre). *Sentencia 26/2023 (homologación del plan de reestructuración del Grupo CELSA)* (Proc. 43/2023, ECLI:ES:JMB:2023:1949, CENDOJ 08019470022023100017).

escenarios hipotéticos favorables al impugnante, sino con la alternativa realista de liquidación, frente a la cual el plan brinda una recuperación superior y no crea obligaciones.

El núcleo del análisis está en la prueba del mejor interés del acreedor: el tribunal contrasta lo que el acreedor obtiene con el plan con lo que razonablemente percibiría en una liquidación dentro del horizonte legal de referencia.

Frente al argumento de KUTXABANK sobre la inexistencia de crédito comparativo por tratarse de una línea no dispuesta, el juez aclara que lo decisivo es el derecho inmediato del deudor a disponer de esa línea conforme al plan y el calendario de pagos que ello hace posible. Puestas ambas magnitudes en la balanza, el plan de reestructuración es la mejor opción: permite refinanciar y cobrar en un plazo cierto, mientras que en liquidación la cuota sería mínima o meramente simbólica. Por ende, el plan supera el test del mejor interés.

Finalmente, el tribunal aborda el arrastre. Ya desde su diseño, el plan solicita la extensión de sus efectos a accionistas, acreedores afectados no suscriptores y votantes en contra; es decir, nace con vocación de imposición si supera los controles objetivos (formación de clases correcta, paridad intraclase y mejor interés).

A la objeción de KUTXABANK, el juez responde que el marco concursal sí habilita la imposición a disidentes —incluidos socios sin valor— cuando se cumplen los requisitos legales (y, cuando proceda, las reglas de prioridad). En suma, el plan se homologa porque demuestra, con parámetros verificables, que es objetivamente mejor que la liquidación; y, superados los *tests* legales, procede su extensión forzosa a quienes se opusieron o no adhirieron, asegurando la eficacia unitaria de la reestructuración.

En conclusión, la doctrina y práctica española son plenamente armonizables con el marco concursal peruano si se trasladan con salvaguardas claras. En términos operativos, la imposición de un plan puede fundamentarse en (i) financiamiento externo debidamente justificado y verificado por un experto independiente (p. ej., una sociedad de auditoría registrada), (ii) un test objetivo de viabilidad que acredite que el valor en marcha supera al de liquidación, (iii) formación correcta de clases y trato paritario intraclase, y (iv) la prueba del mejor interés del acreedor (comparación plan vs. liquidación).

Con estos filtros, la extensión de efectos a disidentes no implica abuso, sino la aplicación de reglas impersonales que refuerzan la autonomía de los acreedores para diseñar soluciones eficientes, con control judicial/administrativo que impida manipulaciones (p. ej., clases artificiosas, sacrificios desproporcionados o falta de información). Este enfoque permite romper el automatismo liquidatorio —la idea de que la única salida es disolución y liquidación— cuando la empresa es económicamente viable y la inyección de liquidez crea más valor para

todos. Así entendido, el arrastre no constituye un privilegio, sino un mecanismo de coordinación que impide que minorías bloqueen reestructuraciones económicamente racionales.

Con ello, el sistema peruano se aproxima a los estándares comparados que buscan garantizar la recuperación efectiva de los créditos mediante una asignación eficiente de recursos, orientada a maximizar el valor del patrimonio del deudor y, en consecuencia, el retorno de las acreencias. A su vez, la aplicación de esta figura, acompañada de los correspondientes *tests* de viabilidad, evita que los acreedores queden sujetos a la tradicional orientación liquidatoria del sistema y refuerza el ejercicio pleno de la autonomía que la propia ley les reconoce.

Al igual que en la experiencia española, un caso de éxito previo se observa en los Estados Unidos con el precedente de Energy Future Holdings Corp., uno de los fallos más relevantes del Tribunal de Quiebras del Distrito de Delaware en materia de confirmación de planes de reorganización bajo el estándar de *fair and equitable* previsto en el § 1129(b) del *U.S. Bankruptcy Code*.

Dicho pronunciamiento en 2015, abordó con profundidad la compleja interacción entre los intereses post confirmación del plan de reestructuración, el trato equitativo entre acreedores en escenarios de deudor solvente y la preservación del valor presente razonable de las acreencias como condición esencial para la confirmación no consensual vía *cram-down*.

El debate principal giró en torno a si los acreedores no garantizados y considerados impares tenían derecho a percibir intereses post - petición, y, de ser así, a qué tasa. El tribunal sostuvo que, aunque el código excluye los intereses no devengados del monto permitido del crédito, el juez puede ordenar el pago de intereses adicionales con fundamento en principios equitativos al momento de confirmar el plan, a fin de asegurar un tratamiento verdaderamente justo y equitativo (*In re Energy Future Holdings Corp.*, 2015).

Asimismo, el tribunal precisó que la referencia a la tasa legal aplicable en los procesos liquidatorios según el *Chapter 7* no constituye un límite automático en el marco del *Chapter 11*. En consecuencia, el juez conserva discrecionalidad judicial para determinar una tasa de interés apropiada, ya sea la contractual, de mercado o la *Federal Judgment Rate*, según las circunstancias del caso.

Este razonamiento resaltó la naturaleza equitativa del control judicial en la confirmación del plan: cuando el deudor es solvente, negar el reconocimiento de intereses post - petición supondría una transferencia injustificada de valor desde los acreedores hacia los accionistas, vulnerando el principio de prioridad absoluta. En tal sentido, el tribunal reafirmó que el *cram down* no es un mecanismo punitivo, sino un instrumento de justicia económica destinado a

preservar la equidad y el equilibrio financiero entre clases de acreedores dentro de planes de reorganización complejos (Lexology, 2015).

El caso de *Energy Future Holdings* confirma que la preservación del valor presente y el respeto por la jerarquía de créditos constituyen los pilares que legitiman la confirmación judicial de un plan de reorganización, incluso frente a la oposición de determinadas clases de acreedores (Jones Day, 2016).

3.3 Las operaciones de *distressed* M&A como estrategia de reestructuración

Dentro de las modalidades analizadas para coadyuvar a la reestructuración, se encuentran las operaciones de fusiones y adquisiciones respecto de empresas en situación de insolvencia. Estas operaciones pueden facilitar o viabilizar una reestructuración, siempre que la sociedad objetivo sea considerada viable.

En este contexto, la viabilidad debe evaluarse de manera objetiva y bajo criterios cuantitativos, por ejemplo, a través de un informe de valorización emitido por una sociedad auditora que demuestre que el valor de negocio en marcha es superior al valor de liquidación. Asimismo, sobre la base de los activos y sus proyecciones futuras, dicho análisis debe arrojar un resultado positivo.

En el capítulo anterior, citando a Quintero y León (2016) se señaló que estas operaciones constituyen modalidades de pago que pueden maximizar el valor del negocio en marcha en beneficio de los acreedores. Asimismo, permiten conservar empresas eficientes y viables mediante su relocalización en un entorno más favorable. Esta relocalización no debe entenderse como un simple redomicilio, sino como un reperfilamiento de la empresa orientado a superar la crisis, considerando que mantiene su unidad productiva.

Dentro del ámbito de las operaciones de *distressed* M&A se identifican tres modalidades principales: (i) la adquisición de la compañía como un conjunto organizado de bienes, (ii) la capitalización de créditos, y (iii) la adquisición de créditos reconocidos a un valor de descuento.

Lo característico de estas operaciones, en comparación con las transacciones de fusiones y adquisiciones de empresas no insolventes, es su naturaleza mixta: el nuevo accionista no solo realiza la inversión para adquirir las acciones, sino que, de manera posterior, debe estructurar y ejecutar un plan de refinanciamiento con el objetivo de reflotar la empresa. Este carácter mixto se observa principalmente en la primera y la tercera modalidad, mientras que en la segunda — la capitalización de créditos— la adquisición de acciones se produce de forma indirecta, siendo la refinanciación un paso inherente a la transacción.

En lo que respecta a la adquisición de una sociedad *target* insolvente como un conjunto organizado de bienes, tomando como ejemplo la operación en la que Integra Tec Internacional

Inc. adquirió el 99.3% de las acciones de Telefónica S.A.A.—ya inmersa en un procedimiento concursal—, puede afirmarse que sí es posible adquirir las acciones o participaciones de una sociedad en situación de insolvencia.

El instrumento que materializa esta transacción es el *Share Purchase Agreement* (SPA) o contrato de compraventa de acciones. No obstante, también es posible asumir el control mediante un *Asset Purchase Agreement* (APA) cuando se trata de la adquisición de activos específicos; sin embargo, en este escenario, los activos suelen encontrarse gravados con garantías a favor de los acreedores, lo que puede retrasar el cierre de la operación.

Ahora bien, con el régimen de control previo de operaciones de concentración empresarial establecido por la Ley No. 31112, este tipo de transacciones están sujetas a evaluación previa cuando superan determinados umbrales.

Dichos umbrales se calculan considerando, de manera independiente, el nivel de ventas o ingresos brutos generados en el país durante el ejercicio anterior, o bien, el valor contable de los activos ubicados en el Perú en el mismo periodo. Así, si alguna de las partes alcanza individualmente un monto igual o superior a 18,000 unidades impositivas tributarias (UIT), y de manera conjunta las partes involucradas superan las 118,000 UIT, la operación debe ser sometida a control previo. En caso contrario, cuando no se cumplen estos criterios—ya sea por ingresos o por valor contable de activos—basta una simple notificación, como sucedió en la transacción de Telefónica S.A.A.

En cualquier caso, las cláusulas del contrato de compraventa de acciones deben contemplar expresamente esta exigencia como condición precedente para el cierre de la operación, ya sea que se requiera aprobación o solo comunicación a la autoridad.

En ese sentido, este tipo de operaciones son plenamente viables y, a nivel de la LGSC, no existe disposición alguna que las prohíba. Lo que sí debe considerarse es que, en caso de superarse los umbrales señalados previamente, la transacción quedará sujeta al régimen de control previo.

Ahora bien, lo verdaderamente decisivo es la determinación del precio de las acciones o participaciones a ser adquiridas. Si los estados financieros de la empresa muestran pérdidas acumuladas y un patrimonio neto negativo, la transferencia deberá efectuarse tomando como referencia un valor mínimo referencial. En esa línea, las acciones deben valorarse con base en su valor real.

De acuerdo con la interpretación de Laroza (2008), el valor real de una acción resulta de comparar el total de activos de la sociedad —ajustados a precios de mercado actualizados— frente a las deudas que mantiene con terceros; la diferencia obtenida, dividida entre el número

total de acciones en circulación, determina el valor individual de cada una. Este valor es comúnmente denominado valor patrimonial o valor contable.

No obstante, cuando se trata de sociedades insolventes, debe distinguirse entre el valor real y el valor de mercado. En las empresas con acciones listadas en bolsa, el valor de cotización se encuentra más vinculado a la rentabilidad esperada que a la situación patrimonial en sí. Sin embargo, en el caso peruano, la mayoría de las sociedades concursadas no tienen acciones cotizadas en el mercado bursátil y suelen estar constituidas como sociedades anónimas, sociedades anónimas cerradas o de responsabilidad limitada.

Una vez establecido que, en la práctica, el precio más comúnmente pactado por las acciones corresponde a su valor real —considerando que, en este escenario, la empresa no registra utilidades—, debe precisarse que a nivel societario la operación implica que un grupo de accionistas venda su participación a un tercero interesado en reflotar la compañía.

En este contexto, los accionistas mantienen sus derechos patrimoniales y, para evitar la dilución de su participación en el capital social, pueden ejercer el derecho de adquisición preferente respecto de las acciones ofrecidas. Por ello, resulta necesario que, mediante junta general de accionistas, se deje constancia de la renuncia expresa a tales derechos, así como la aprobación de la operación de transferencia.

Una vez que el tercero, toma efectivamente el control, al tratarse de una operación de carácter mixto, lo que corresponde es la implementación de medidas orientadas a reestructurar y financiar la compañía. Si la empresa adquirida se encuentra en un procedimiento concursal ordinario, el nuevo socio deberá evitar el desapoderamiento de la administración a través de mecanismos como la capitalización de créditos, la refinanciación de obligaciones, la emisión de nuevas acciones o la inyección de capital.

El objetivo es revertir la situación patrimonial adversa y, eventualmente, acogerse a un procedimiento concursal preventivo, en el que se aprueba un instrumento de reorganización como el acuerdo global de refinanciación, sin que ello implique la pérdida de control.

En ese marco, la estrategia del nuevo accionista no solo se orienta a inyectar capital, sino a sanear la estructura financiera de la compañía. Para ello, puede destinar parte de las utilidades futuras a reservas voluntarias que compensen pérdidas acumuladas, al mismo tiempo que renegocia o reestructura sus pasivos con miras a reducir el volumen de deuda y equilibrar la proporción entre obligaciones y patrimonio.

De esta forma, se disminuye la exposición al riesgo financiero, se optimiza la capacidad de la empresa para operar de manera sostenible y se generan condiciones favorables para abandonar el procedimiento concursal ordinario.

En lo que respecta a la adquisición de la compañía como un conjunto organizado de bienes, además de la compra de acciones y la toma de control seguida de la implementación de planes de saneamiento financiero, existe un mecanismo que puede revertir la situación patrimonial de la sociedad concursada adquirida por el *buyer*.

Se trata de las operaciones comprendidas dentro del menú de mecanismos de reorganización societaria, cuyo propósito es generar un cambio estructural que permita una auténtica reestructuración. En este marco, una de las alternativas más viables es la fusión por absorción¹⁵, en la que la sociedad absorbida es precisamente la que se encuentra en concurso.

Bajo este supuesto, la fusión por absorción produce la extinción de la sociedad absorbida; por su parte, la sociedad absorbente, que no se encuentra sometida a concurso, sucede a título universal y en bloque en el patrimonio de aquella, asumiendo correlativamente los activos y pasivos; deudas concursales y post – concursales.

En lo concerniente a los accionistas de la absorbida, la regla general es la atribución de acciones o participaciones de la absorbente, es decir, un canje acciones, no obstante, cuando se busque preservar la estructura accionarial de la absorbente o simplificar la integración societaria, puede pactarse una salida económica (*cash-out*) (Gilson, Hotchkiss, Waldock, Osborn, & Foroughi, 2021) consistente en el pago en efectivo del valor real de sus acciones, complementado con una prima adicional, cuyo otorgamiento queda sujeto a la liberalidad del comprador.

Una vez concretada la operación de fusión, que debe inscribirse en los Registros Públicos de Personas Jurídicas de la sede registral correspondiente, esta produce plenos efectos. Lo determinante, sin embargo, es que la fusión solo puede perfeccionarse tras el cumplimiento de condiciones precedentes como el análisis antitrust, aprobación a nivel concursal y la inscripción registral; en ausencia de mayores contingencias, ello podría incluso permitir la conversión de un procedimiento concursal ordinario en uno preventivo, al verificarse —con base en criterios cuantitativos— que la situación financiera de la sociedad ha mejorado.

En este punto resulta esencial atender a lo que ocurre con el estado de concurso y con el reconocimiento de créditos concursales para la conformación de la junta de acreedores.

Al respecto, en el ordenamiento español, García-Villarrubia (2018) sostiene que las reorganizaciones societarias realizadas en el marco de un procedimiento concursal e

¹⁵ El artículo 344 de la LGS señala que la fusión por absorción implica la extinción de una o más sociedades absorbidas, cuyos patrimonios son asumidos en bloque y a título universal por la sociedad absorbente. Como consecuencia, los socios o accionistas de las sociedades extinguidas pasan a recibir acciones o participaciones en la sociedad absorbente.

incorporadas en el convenio constituyen verdaderas modificaciones estructurales. De este modo, la fusión pasa a ser un instrumento concursal de reorganización, produciendo como consecuencia una sucesión universal del deudor concursado en todos sus derechos y obligaciones.

A partir de la inscripción en el Registro Mercantil, es la sociedad absorbente quien asume la atención de los créditos concursales y post - concursales. En consecuencia, no se produce un cambio en el estado concursal, sino en el sujeto que lo administra. Pese a ello, se mantienen vigentes las garantías propias del marco concursal, tales como la inexigibilidad de las obligaciones concursales, la inembargabilidad del patrimonio y la suspensión del devengo de intereses (García Villarrubia, 2018).

En el ordenamiento peruano no se registran, hasta la fecha, precedentes públicos que aborden expresamente la viabilidad de una fusión por absorción en el marco de un procedimiento concursal. Sin embargo, esta ausencia de casuística no implica prohibición normativa. La LGS regula la fusión y consagra su efecto de sucesión universal, con la transmisión en bloque y a título universal del patrimonio y extinción de la sociedad absorbida. A su vez, la LGSC configura el concurso como un procedimiento universal y colectivo que recae sobre el patrimonio del deudor concursado y sobre el universo de créditos comprendidos hasta la fecha de difusión, disponiendo la oponibilidad del plan a todos los acreedores concursales.

La experiencia comparada —en particular la española— confirma que las modificaciones estructurales con sucesión universal no determinan por sí mismas la conclusión del concurso; por el contrario, el procedimiento se mantiene, con un alcance acotado a la verificación del cumplimiento o incumplimiento del convenio o del plan de reestructuración.

En esa línea, la Audiencia Provincial de Murcia, Sección 4.^a, Sentencia 299/2021, de 18 de marzo de 2021¹⁶ establece que, cuando la fusión por absorción se ejecuta tras la aprobación del convenio:

- (i) La fusión no determina por sí sola la conclusión del concurso;
- (ii) Existe sucesión universal en el plano material, pero no una sucesión procesal automática dentro del procedimiento concursal;
- (iii) Si el convenio se frustra, procede la reapertura de la sección de calificación para depurar responsabilidades por los actos causalmente vinculados al

¹⁶ Para más detalle, véase: Audiencia Provincial de Murcia, Sección 4.^a. (2021, 18 de marzo). Sentencia 299/2021 (fusión por absorción tras la aprobación del convenio; sucesión universal material y continuidad del concurso) (Proc. 614/2021, ECLI: no consta en abierto, CENDOJ 30030370042021100285).

incumplimiento, pudiendo la absorbente asumir la posición de demandada en esa pieza sin adquirir la condición de concursada; y

(iv) La transmisión en bloque propia de la fusión integra un único patrimonio en la absorbente y la fusión inscrita goza de un notable blindaje frente a acciones rescisorias o impugnaciones tardías, de modo que la tutela de los acreedores se articula a través de los instrumentos concursales (calificación, ejecución del convenio), y no mediante una hipotética “desfusión”.

Con esta doctrina puede sostenerse que la fusión coexiste con la continuidad del procedimiento concursal, preserva la protección de los acreedores y reconoce la sucesión universal en clave material, sin imponer una sucesión procesal que distorsione el régimen del concurso.

Desde esta perspectiva sistemática, la fusión no implica la conclusión del concurso en el Perú. Por el contrario, sus efectos deben armonizarse con las reglas de la LGSC: la sociedad absorbente sucede a la absorbida en la titularidad del patrimonio concursado y, en consecuencia, continúa en el mismo expediente, quedando sujeta al plan aprobado y al régimen de suspensión exclusivamente respecto de los créditos concursales ya delimitados. Ello no implica la incorporación automática de las deudas propias y anteriores de la absorbente al concurso de la absorbida, puesto que el ámbito objetivo y subjetivo del procedimiento permanece circunscrito al patrimonio y a los créditos del deudor originalmente concursado.

En sede administrativa, la continuidad se articula mediante la sustitución del administrado o cambio de interesado, figura prevista en la Ley del Procedimiento Administrativo General, Ley No. 27444 (en adelante, “LPAG”), que impone a la autoridad el impulso de oficio, la búsqueda de la verdad material y la eficacia del trámite; en consecuencia, procede actualizar la identificación del deudor en el expediente sin abrir un nuevo procedimiento (arts. 51 y IV del Título Preliminar de la LPAG).

Correlativamente, en sede registral, una vez inscrita la fusión en los Registros Públicos, SUNARP cancela la partida de la absorbida y traslada los asientos vigentes a la de la absorbente; esta modificación debe reflejarse en el expediente concursal para preservar la coherencia inter sistémica.

En términos operativos, la operación es viable tanto en concurso preventivo —donde, por ausencia de desapoderamiento, su implementación es directa— como en el procedimiento ordinario, siempre que la Junta de Acreedores la apruebe e integre en el plan de reestructuración como mecanismo de preservación de valor y satisfacción de acreencias.

De este modo, se mantiene la coherencia sistemática entre la sucesión universal societaria y la universalidad del procedimiento concursal, garantizando continuidad procedimental, tutela de acreedores y seguridad jurídica, sin expandir indebidamente el perímetro del concurso.

En lo que respecta a la capitalización de créditos, nuestro ordenamiento jurídico la admite expresamente bajo el amparo del inciso 2 del artículo 202 de la LGS. Según la interpretación de Laroza (2008) esta figura permite que los acreedores de la sociedad aporten sus derechos de crédito a cambio de nuevas acciones, o incluso mediante el aumento del valor nominal de las acciones ya emitidas —en el supuesto de que los acreedores también ostenten la condición de accionistas—.

Desde la perspectiva de la sociedad, el beneficio principal radica en que se extingue la obligación de pago del crédito capitalizado, dejan de devengarse los intereses asociados y un pasivo exigible en el corto o mediano plazo se transforma en capital social.

Ahora bien, para que proceda la capitalización de créditos en el marco de un procedimiento concursal activo, resulta indispensable atender a las directrices establecidas por el Tribunal Constitucional en la Sentencia No. 00228-2009-PA/TC (en adelante, “Caso Chiquitoy S.A.”). En dicho pronunciamiento, el Tribunal precisó que el acuerdo de capitalización debe figurar de manera expresa en la orden del día de la convocatoria a la junta de acreedores, la cual debe dirigirse tanto a los acreedores como a los accionistas.

La omisión de este requisito conlleva la nulidad del acuerdo, sin posibilidad de subsanación mediante prueba en contrario, en esa línea, la participación de los accionistas en la convocatoria tiene como finalidad asegurar el ejercicio de su derecho de adquisición preferente; sin embargo, puede prescindirse de su citación si existe un *waiver* con fecha cierta que acredite la renuncia expresa a dicho derecho.

Asimismo, antes de someter el acuerdo a votación, durante el desarrollo de la junta debe habilitarse un espacio para que aquellos accionistas que no hubiesen presentado previamente su renuncia puedan ejercer su derecho de adquisición preferente.

En cuanto a la aprobación del acuerdo, y de conformidad con lo dispuesto en el artículo 53° de la LGSC, se exige mayoría calificada: en primera convocatoria, el voto favorable de acreedores que representen más del 66,6 % del total de créditos reconocidos; y en segunda convocatoria, la aprobación de acreedores presentes que representen más del 66,6 % de los créditos asistentes. Una vez adoptado, el acuerdo adquiere eficacia *erga omnes*, por lo que resulta obligatorio para la totalidad de los acreedores, salvo aquellos de naturaleza tributaria y laboral, que tienen un tratamiento especial.

En este escenario, la adquisición de acciones se produce de manera indirecta, pues no se realiza mediante un contrato de compraventa, sino a través de la capitalización de obligaciones en participaciones accionarias, con el propósito de reducir el elevado nivel de pasivos que soporta la sociedad concursada.

De este modo, los acreedores —particularmente aquellos de carácter estratégico— asumen el control de la compañía con la finalidad de reflotarla. En tales circunstancias, además de la inyección de capital y de las operaciones orientadas a restablecer el equilibrio patrimonial, una de las alternativas más eficaces para hacer viable y atractiva a la empresa es la denominada operación acordeón.

En palabras de Bravo (2013), esta operación consiste en la reducción total del capital social de la sociedad a cero, acompañada simultáneamente de un aumento de capital. En el marco de un procedimiento concursal ordinario, dicha operación puede revertir la situación patrimonial de la empresa, permitiendo su saneamiento con el propósito de pasar de un estado de concurso ordinario a preventivo, a fin de adoptar un acuerdo global de refinanciación o, de ser necesario, un plan de reestructuración dentro del mismo procedimiento.

Así, los nuevos aportes destinados al aumento de capital provienen de la capitalización de créditos. De este modo, es posible compensar significativamente las pérdidas y viabilizar la reestructuración para reflotar la empresa, siempre que los indicadores demuestren que el valor de la empresa en marcha es superior al valor en liquidación.

Resulta pertinente destacar que, en el marco de un procedimiento concursal y conforme a las directrices establecidas por el Tribunal Constitucional en el Caso Chiquitoy S.A., esta operación solo puede llevarse a cabo con la finalidad de superar la crisis y evitar la disolución y liquidación de la sociedad concursada.

Ahora bien, si el informe de valorización demuestra que el valor de la empresa en marcha es superior al de su liquidación, se cumplen los criterios de idoneidad —al evidenciar que la operación es adecuada para superar la crisis— y de necesidad, en tanto constituye la única alternativa viable para impedir la disolución y liquidación. De no adoptarse esta medida, se estaría permitiendo la pérdida de una sociedad con posibilidades reales de reflotar.

En nuestra opinión, y en el marco de esta operación, la reducción de capital prevista en el artículo 220 de la LGS, resulta obligatoria debido a las pérdidas acumuladas, dado que los pasivos superan a los activos.

Según Valdivieso López (2011), se trata de una operación en la que se reduce el capital para luego aumentarlo, no mediante nuevos aportes, sino exclusivamente a través de la capitalización de obligaciones. Asimismo, debe respetarse lo establecido en el caso Chiquitoy

S.A. y en las disposiciones de la LGS, considerando que esta operación implica una modificación estatutaria del capital social. Si bien un accionista puede oponerse y ejercer su derecho de separación con el fin de recibir el valor monetario de sus acciones, conforme a lo dispuesto en el artículo 200 de la LGS, en un contexto de concurso dicho reembolso no resulta viable, ya que constituiría una obligación adicional para la sociedad.

En este escenario, el patrimonio, las reservas y las utilidades acumuladas forman parte de la masa concursal y están destinadas a la eventual reestructuración. Por tanto, los socios, al no contar con garantías específicas, se consideran acreedores *in the money*, o también como inversores que han financiado el capital fijo a largo plazo, y solo podrán recibir pago una vez que se hayan satisfecho las demás acreencias.

En consecuencia, una alternativa para estos socios es vender su participación a un tercero interesado bajo la misma fórmula sobre el valor de las acciones, es decir, el valor real más una prima adicional, según lo que libremente pacten el accionista con el tercero interesado o con la propia sociedad. Otra opción es mantenerse como accionistas y convivir con los nuevos socios que ingresen mediante la capitalización de sus créditos.

En caso los accionistas no ejerzan su derecho de separación, pueden optar por hacer uso del derecho de adquisición preferente. Sin embargo, en escenarios concursales, la renuncia a dicho derecho implica que, como consecuencia de la capitalización de créditos, deberán compartir la titularidad accionaria con los nuevos socios, quienes ingresan como ex acreedores de la sociedad¹⁷.

La tercera modalidad corresponde a la adquisición de créditos reconocidos a un valor de descuento. Esta puede definirse como una cesión onerosa de créditos, mediante la cual el cedente, acreedor reconocido, celebra un acuerdo privado con un tercero interesado, el cesionario, y le transfiere su crédito por motivos de liquidez.

Así, el comprador se convierte en el nuevo titular del crédito y asume la posición del acreedor original frente a la autoridad administrativa y la junta de acreedores, con los mismos derechos de voz y voto.

De acuerdo con Quintero y León (2016) esta operación solo puede llevarse a cabo una vez que se cuenta con la composición del pasivo. En ese marco, la tercera modalidad —la adquisición de créditos con descuento— se activa tras la emisión de la resolución de reconocimiento de créditos por parte de la Secretaría Técnica de la Comisión de Procedimientos Concursales.

¹⁷ Véase: Esteban Ramos, L. M. (1997). El derecho de oposición de los acreedores ante una operación acordeón (RDGRN 16 Enero 1995 [RJ 1995, 365]). Revista de Derecho de Sociedades, (8), 309-324.

Como señala Lizárraga (2011), conforme al artículo 38 de la LGSC, dicho acto administrativo detalla la relación entre deudor y acreedor, el monto reconocido por capital, gastos e intereses, la posible existencia de vinculación entre las partes, así como el orden de preferencia aplicable. A partir de esa información, el tercero interesado puede determinar con qué acreedores conviene celebrar acuerdos privados que le permitan acumular créditos suficientes para capitalizarlos y, en consecuencia, asumir el control de la sociedad concursada.

En esa línea, al amparo de nuestro ordenamiento concursal si se puede hacer este tipo de operaciones, en sí el tercero para adquirir los créditos suficientes para capitalizarlos a fin de tomar control de la compañía por la capitalización de créditos – la cual tiene que respetar los lineamientos que hemos señalado líneas arriba – en este caso el futuro cesionario interesado tiene que negociar individualmente con cada acreedor lo que puede ser una operación larga pero menos costosa.

Para esto, hay que tomar en cuenta que bajo el artículo 141 de la LGSC¹⁸, así cuando se produce un cambio de titularidad, estamos ante el supuesto de la transferencia de créditos a un tercero que pasa a convertirse en el nuevo acreedor. Para ello, se celebra un contrato de cesión de créditos —documento privado mediante el cual el tercero adquiere los créditos del acreedor reconocido a un valor al descuento—, operación que debe realizarse con cada uno de los acreedores reconocidos.

Conforme al artículo 141 de la LGSC, el acreedor original —es decir, aquel legitimado por la Secretaría Técnica de la Comisión de Procedimientos Concursales para actuar dentro del procedimiento— tiene la obligación legal de comunicar oportunamente a la Comisión cualquier cambio en la titularidad. En esa línea, resulta recomendable que el contrato de cesión establezca como obligación del cedente notificar a la autoridad concursal el día hábil siguiente a la firma del contrato.

Como requisito previo al cierre de la operación, el adquirente de los créditos debe suscribir, en aplicación del artículo 12 de la LGSC, la declaración jurada de vinculación entre el deudor y sus acreedores. Corresponde a la Comisión verificar que no exista vinculación indebida entre el cesionario y el deudor concursado; solo en ese caso el adquirente podrá ser reconocido como nuevo acreedor. De no advertirse observaciones, el cesionario adquiere formalmente dicha condición dentro del procedimiento concursal.

¹⁸ El artículo 141° de la LGSC señala que el deudor debe informar cualquier reducción en el monto de los créditos reconocidos, mientras que los acreedores legitimados y reconocidos —es decir, los acreedores originales— tienen la obligación de comunicar a la Comisión de Procedimientos Concursales los cambios de titularidad que se produzcan. En caso de incumplimiento, la norma prevé una sanción que puede ir de una hasta cincuenta (50) UIT, aplicable tanto al deudor como al acreedor y a sus representantes legales.

En esa misma línea, la Resolución No. 0018-2008/TDC-INDECOPI, de fecha 10 de enero de 2008, estableció un precedente de observancia obligatoria al reconocer la validez de la cesión de créditos dentro del procedimiento concursal.

Tal como lo comenta Lizárraga (2011) este criterio reafirma que los acreedores pueden disponer libremente de sus acreencias mediante la cesión a un tercero, y que dicho cesionario, aun cuando no haya participado en la etapa inicial del procedimiento, adquiere la titularidad del crédito originalmente reconocido. De este modo, el nuevo acreedor queda facultado para exigir a la deudora —a través de sus administradores o liquidadores, según corresponda— el pago de las acreencias pendientes, sin necesidad de un pronunciamiento adicional de la autoridad administrativa.

En esencia, esta tercera modalidad se estructura a partir de la adquisición de créditos suficientes mediante la cesión de créditos. Ello supone, en primer lugar, que el acreedor original legitimado comunique oportunamente a la Comisión la transferencia, y, en segundo lugar, que se verifique previamente que no exista un criterio de vinculación que pueda resultar perjudicial para la masa concursal. Solo después de esta revisión y confirmación, el cesionario adquiere la condición de acreedor.

Tal como se ha señalado, cada cesión debe ejecutarse de forma individual y acompañarse de la respectiva declaración jurada; no obstante, al momento en que la Comisión evalúe las cesiones celebradas con los distintos cedentes, el procedimiento de verificación podría acumularse, puesto que se trata del mismo tercero interesado en adquirir créditos de los acreedores originales legitimados.

Si bien corresponde a los acreedores cedentes realizar las comunicaciones oportunas a la Comisión, bajo este esquema se busca que la operación sea más ágil y rápida para las partes, aunque inevitablemente se presentarán demoras en la validación administrativa. Esto se debe a que la revisión por parte de la autoridad constituye un procedimiento de autorización sujeto a la regla del silencio administrativo negativo.

En consecuencia, aunque esta modalidad resulta menos costosa de estructurar, en la práctica puede enfrentar retrasos derivados de la verificación de la Comisión. Una vez cumplido este paso, será posible capitalizar los créditos conforme a los parámetros establecidos en el Caso Chiquitoy S.A.

Las tres modalidades de *distressed* M&A analizadas —la adquisición como conjunto organizado de bienes, la capitalización de créditos y la adquisición de créditos reconocidos a valor de descuento— constituyen mecanismos jurídicos y financieros que permiten viabilizar

la reestructuración de empresas en situación de insolvencia, siempre que se demuestre objetivamente que la empresa es viable.

Cada una de estas operaciones presenta particularidades en cuanto a su estructura, requisitos legales y efectos patrimoniales, pero comparten un objetivo común: evitar la liquidación de sociedades con capacidad de continuidad mediante su saneamiento y relanzamiento en condiciones más favorables.

La primera modalidad permite al nuevo accionista asumir el control directo de la empresa mediante la compraventa de acciones o activos, lo que exige una valoración precisa y la implementación de medidas de refinanciamiento. La segunda, la capitalización de créditos, transforma pasivos exigibles en capital social, otorgando a los acreedores estratégicos una participación accionaria que les permite liderar la reestructuración desde dentro. Finalmente, la tercera modalidad —la adquisición de créditos con descuento— ofrece una vía alternativa para acumular acreencias y asumir el control indirecto de la compañía, aunque su ejecución puede enfrentar demoras con la autoridad administrativa.

En conjunto, estas modalidades reflejan la evolución del derecho concursal hacia un enfoque más dinámico y estratégico, donde la reestructuración empresarial se articula con instrumentos de mercado y decisiones corporativas orientadas a preservar el valor económico a fin de que los acreedores puedan maximizar el retorno en sus acreencias. En el contexto peruano, su viabilidad está respaldada por el marco normativo vigente.

Así, las operaciones de *distressed* M&A se consolida como una herramienta clave para la recuperación de empresas viables, contribuyendo a la estabilidad del sistema económico y a la protección de los intereses de los acreedores.

Desde una perspectiva estratégica, la capitalización de créditos se presenta como la modalidad más eficiente para reflotar empresas concursadas, ya que permite transformar pasivos exigibles en capital social, reduciendo la carga financiera sin necesidad de desembolsos inmediatos.

Esta operación, además, otorga a los acreedores estratégicos una participación accionaria directa, lo que les permite liderar la reestructuración desde dentro. No obstante, su implementación exige una estricta observancia de los requisitos legales: convocatoria adecuada, respeto al derecho de adquisición preferente, mayoría calificada en la junta de acreedores, todo ello en estricto cumplimiento del ordenamiento concursal y sin afectar negativamente a la masa concursal.

Por otro lado, la adquisición como conjunto organizado de bienes constituye una vía directa para asumir el control de la empresa, ya sea mediante la compraventa de acciones o la

transferencia de activos. Esta modalidad suele ser más ágil en el plano operativo; sin embargo, está sujeta al régimen de control previo de concentraciones empresariales cuando se superan los umbrales establecidos en la Ley No. 31112, lo que puede retrasar el cierre de la transacción.

Asimismo, requiere una valoración objetiva que justifique la viabilidad del negocio en marcha, siempre bajo el respeto al principio de legalidad y sin comprometer los derechos de los acreedores. No obstante, la sola adquisición —aunque útil en escenarios específicos— no constituye por sí misma una solución integral de reestructuración.

Para lograr una recomposición sostenible de la empresa y de su pasivo resulta más adecuado recurrir a operaciones que impliquen modificaciones estructurales, como la fusión por absorción dentro de un proceso de reorganización societaria. Esta figura permite consolidar patrimonios, simplificar estructuras y reforzar la continuidad de la actividad económica bajo un marco jurídico estable, alineado tanto con la legislación concursal como con la normativa societaria.

Finalmente, la adquisición de créditos reconocidos a valor de descuento representa una alternativa menos costosa, pero más lenta, ya que implica negociaciones individuales con cada acreedor y está sujeta a verificación administrativa por parte de Indecopi.

Esta modalidad permite al cesionario acumular créditos para luego capitalizarlos, pero su eficacia depende de la correcta ejecución de las cesiones y del cumplimiento de las obligaciones de notificación y declaración de vinculación. En todo caso, esta operación debe realizarse con pleno respeto al marco concursal vigente y garantizando que no se genere perjuicio alguno a la masa concursal.

En el marco normativo peruano, todas las modalidades son válidas y ejecutables, sin ningún impedimento legal, siempre que se respeten los requisitos legales y regulatorios que garantizan la transparencia, la protección de la masa concursal y la viabilidad de la reestructuración.

Además, estas operaciones no requieren necesariamente un financiamiento directo externo, ya que permiten utilizar los recursos disponibles —como los propios créditos reconocidos o activos existentes— para sanear la empresa y viabilizar su recuperación. La elección de la modalidad más adecuada dependerá del perfil del adquirente, la estructura financiera de la empresa concursada y la urgencia de la operación.

No existe una fórmula única, pero sí un principio rector: la observancia rigurosa del ordenamiento concursal, y la protección de la masa concursal son condiciones indispensables para el éxito de cualquier operación de *distressed* M&A.

En materia de reestructuraciones empresariales, si bien el ordenamiento peruano ha registrado ciertos casos exitosos bajo esquemas tradicionales de refinanciamiento o capitalización de deuda, la legislación comparada ofrece mecanismos más avanzados orientados a la intervención temprana y la preservación del valor en marcha. En el ámbito europeo, destaca el caso español previamente analizado; mientras que, en el contexto norteamericano, un referente contemporáneo es el caso *J. C. Penney Company, Inc.*, considerado un ejemplo paradigmático de venta *going concern* bajo el *U.S. Bankruptcy Code*, ejecutada durante la pandemia de COVID-19.

Para comprender la relevancia de este precedente, conviene señalar que el § 363 del *Chapter 11* autoriza al deudor a usar, vender o arrendar bienes del patrimonio fuera del giro ordinario, previa notificación y audiencia judicial. El tribunal evalúa la transacción conforme al estándar de “*business judgment*”, que exige una justificación empresarial razonable y orientada a la maximización del valor del activo. Además, la venta puede aprobarse “free and clear” de gravámenes o reclamaciones (§ 363(f)), siempre que se garantice protección adecuada a los acreedores (§ 363(e)), y confiere protección al comprador de buena fe frente a impugnaciones posteriores (§ 363(m)). En la práctica, este mecanismo permite vender activos estratégicos antes de la confirmación del plan, agilizando el rescate de empresas viables mediante operaciones de *distressed M&A*.¹⁹

La operación de *J. C. Penney*, aprobada por el Tribunal de Quiebras del Distrito Sur de Texas bajo la dirección del juez Christopher M. Lopez, fue estructurada con el objetivo de mantener la actividad comercial y preservar el valor inmobiliario de la compañía. Para ello, se implementó un modelo de división de activos en dos vehículos: (i) una entidad operativa (*OpCo*), adquirida por Simon Property Group y Brookfield Asset Management, encargada de la gestión minorista, la marca y los contratos; y (ii) una entidad inmobiliaria (*PropCo*), integrada por los acreedores garantizados, titular de los locales y centros de distribución, los cuales fueron arrendados a la *OpCo* mediante contratos de arrendamiento de largo plazo.²⁰

Esta estructura permitió preservar la continuidad del negocio minorista, maximizar el valor de recuperación para los acreedores y evitar la liquidación de activos, garantizando la estabilidad de miles de empleos. El tribunal concluyó que la transacción cumplía con los

¹⁹ 11 U.S.C. § 363 (2018 & Supp. V 2023); *In re Lionel Corp.*, 722 F.2d 1063 (2d Cir. 1983); *RadLAX Gateway Hotel, LLC v. Amalgamated Bank*, 566 U.S. 639 (2012).

²⁰ JCPenney Company, Inc. (2020, 28 de octubre). *Form 8-K: Asset Purchase Agreement with Simon, Brookfield and First-Lien Lenders*. U.S. Securities and Exchange Commission. <https://www.sec.gov/ix?doc=/Archives/edgar/data/1166126/000116612620000040/jcp20201027form8k.htm>

estándares de la “business judgment rule” y los requisitos de comprador de buena fe previstos en el § 363(m), otorgando seguridad jurídica y finalidad a la operación (Business Wire, 2020).

Desde una perspectiva doctrinal, el caso *J. C. Penney* reafirma la evolución de las ventas § 363 como instrumentos centrales del *distressed* M&A, al permitir que empresas con activos valiosos, pero altamente apalancadas reestructuren su balance mediante la transferencia eficiente de activos esenciales a un comprador estratégico (Business Insider, 2021). En términos prácticos, el modelo OpCo/PropCo se consolidó como una alternativa eficaz para atraer capital, preservar el valor inmobiliario y garantizar la continuidad del negocio en marcha dentro de un contexto de crisis sistémica.

En conclusión, la experiencia norteamericana demuestra que la venta *going-concern* bajo el § 363 constituye un mecanismo de rescate corporativo eficiente, en el que el juez concursal ejerce un rol activo en la validación económica y equitativa de la transacción, equilibrando los intereses de la empresa y de sus acreedores. Su relevancia trasciende el contexto estadounidense al ofrecer un modelo replicable para el derecho comparado y al evidenciar las limitaciones del marco peruano, aún carente de herramientas de reorganización acelerada que integren la lógica del *distressed* M&A y la preservación del valor en marcha.

3.4 Los *turnaround funds* o fondos de capital – riesgo

En el ámbito del capital riesgo, los llamados *turnaround funds* funcionan como patrimonios independientes integrados por aportes de diversos inversores, canalizados a través de cuotas de participación. Su misión principal es hacerse con participaciones en empresas inscritas en concurso o adquirir títulos de deuda convertibles en acciones, como los bonos convertibles, con el fin de obtener el control accionarial.

Una vez que toman las riendas, estos fondos implementan un plan de reorganización corporativa destinado a restaurar la salud financiera de la compañía. Al consolidarse la recuperación, proceden a desinvertir mediante la venta de la empresa, generando así rendimientos para sus partícipes.

Los *turnaround funds* constituyen un subsector del *private equity* especializado en empresas no cotizadas que atraviesan situaciones de insolvencia o *default* patrimonial.

Según García Mandaloniz (2003), una reestructuración corporativa implica la inyección de liquidez en una sociedad que necesita modificar su rumbo estratégico, lo que puede incluir incluso cambios en su equipo directivo para superar los conflictos que enfrenta. En este marco, el fondo asume inicialmente el control accionarial de la sociedad concursada y, posteriormente, efectúa aportes de capital —provenientes de las cuotas suscritas por sus inversionistas— con el

fin de viabilizar la reorganización. Para ello recurre a instrumentos como la conversión de deuda en *equity*, las quitas, las esperas o la venta de activos no estratégicos.

Ahora bien, esta dinámica de intervención explica que la inversión directa en *equity* de empresas en crisis convierta dichas acciones o participaciones en *distressed securities*. Su atractivo radica en que la participación de inversionistas institucionales²¹ asegura tanto el conocimiento técnico como el respaldo financiero necesarios para diseñar e implementar un plan de recuperación. Dicho plan, a su vez, solo se activa cuando los indicadores demuestran que el valor de la empresa en marcha supera al valor de liquidación. Bajo esta lógica, el fondo no solo aporta recursos financieros, sino también asesoramiento y acompañamiento en la gestión, convirtiéndose en una alternativa de financiamiento para compañías sin acceso al crédito bancario tradicional (Martí Pellón, 1999)²².

Sin embargo, pese al potencial que encierran este tipo de operaciones, en el caso peruano la presencia de los *turnaround funds* sigue siendo marginal. Esta situación no se explica tanto por la complejidad jurídica o técnica de las transacciones, sino por la orientación predominante del ecosistema local de inversión, en el que la mayoría de fondos canaliza sus recursos hacia proyectos inmobiliarios, de infraestructura o hacia instrumentos financieros de bajo riesgo — como títulos de deuda o cuotas de participación— con el objetivo de garantizar rentabilidades más estables y predecibles para sus partícipes.

Tal como señalan García Mandaloniz (2003) y Pellón (1999), este tipo de fondos, frente a una situación de insolvencia, adquiere el control de la sociedad concursada y participa temporalmente en su capital social. Su finalidad es refinanciar la compañía con el propósito de reestructurarla y, posteriormente, obtener plusvalías en el momento de la desinversión, lo que constituye su objetivo principal.

Es importante destacar que estos fondos operan como vehículos de inversión transparentes, en el sentido de que las ganancias de capital que generan se atribuyen directamente a sus partícipes, quienes asumen la obligación tributaria correspondiente. En

²¹ Mediante Resolución SMV No.021-2013-SMV/01 se aprobó el Reglamento del Mercado de Inversionistas Institucionales. En su Anexo 1 se establece que tienen tal condición, entre otros, los bancos, financieras, compañías de seguros, agentes de intermediación, administradoras de fondos de pensiones, sociedades administradoras de fondos de inversión y de fondos mutuos, sociedades tituladoras, determinadas entidades del exterior, EPS, la ONP y Essalud, así como personas jurídicas y patrimonios autónomos con un portafolio mínimo exigido y, en ciertos casos, personas naturales con un patrimonio superior a S/ 2,000,000.00 y un portafolio de inversiones en valores no menor a S/ 1,000, 000.00.

²² MARTÍ PELLÓN, J. – siempre en la punta de lanza a la hora de aportar definiciones de capital riesgo – expuso en el año 1999 que el capital-riesgo es: “Una actividad financiera orientada a la provisión de recursos a medio y largo plazo, generalmente de forma minoritaria, a empresas no cotizadas en los mercados de valores, sin vocación de permanencia ilimitada en su accionariado”.

consecuencia, son los inversionistas quienes, en última instancia, se benefician de la recuperación y de la eventual enajenación de la empresa reestructurada.

En el ordenamiento jurídico peruano, los fondos de inversión se encuentran regulados por la Ley de Fondos de Inversión y sus Sociedades Administradoras, aprobada mediante el Decreto Legislativo No. 862. Según su artículo 1, un fondo de inversión es un patrimonio autónomo conformado por los aportes de personas naturales o jurídicas, destinado a invertir en instrumentos financieros —como títulos valores representativos de deuda o de participación, operaciones financieras y otros activos, bajo la gestión de una sociedad administradora.

La naturaleza de los activos y los instrumentos en los que puede invertirse se determina en el reglamento de participación, el cual debe ser coherente con la política de inversión y el esquema de gestión de riesgos del fondo.

En este contexto, ciertos fondos especializados, como los *turnaround funds*, orientan su estrategia a la adquisición de acciones o bonos convertibles en acciones emitidos por empresas en situación de insolvencia, instrumentos que, debido al estado de *default* del emisor, presentan un elevado nivel de riesgo.

Conforme a la normativa vigente, dicho riesgo es asumido exclusivamente por los inversionistas partícipes, mientras que la sociedad administradora se limita a ejecutar una gestión profesional de los recursos, siguiendo las directrices establecidas.

Asimismo, cuando estos patrimonios autónomos se encuentran inscritos en el Registro Público del Mercado de Valores (RPMV), ya sea bajo el régimen general o el simplificado, deben contar con dos órganos de control: el comité de inversiones, encargado de decidir sobre las inversiones y valorar los activos, y el comité de vigilancia, responsable de supervisar y fiscalizar el cumplimiento de las disposiciones que rigen el funcionamiento del fondo.

En un primer acercamiento, resulta necesario examinar si hay alguna prohibición que impida a un fondo de inversión —en su calidad de patrimonio autónomo— destinar recursos a la adquisición de títulos valores emitidos por sociedades en crisis o en situación de insolvencia. Sin embargo, es relevante señalar que, por mandato legal, la denominación del patrimonio debe ser fondo de inversión. En caso de emplearse una denominación distinta, esta deberá guardar coherencia con el objeto de inversión que el fondo desarrollará²³.

El artículo 31 de la Ley de Fondos de Inversión contempla ciertas restricciones generales, tales como: la prohibición de otorgar garantías, salvo autorización expresa de la

²³ Según el artículo 49 del Reglamento de Fondos de Inversión, la denominación del fondo debe contener la expresión “Fondo de Inversión” o su abreviatura “FI”. Cuando incluya algún atributo de inversión, este debe guardar coherencia con su objetivo y no inducir a confusión o error a los partícipes o potenciales inversionistas.

Superintendencia del Mercado de Valores mediante norma de carácter general; la realización de operaciones activas de crédito —préstamos, financiamientos o anticipos—, salvo autorización documentada del comité de vigilancia; se permite la inversión en valores emitidos por empresas del sistema financiero o por el Estado únicamente en los supuestos expresamente autorizados.

Asimismo, la adquisición de acciones de sociedades administradoras de fondos mutuos o de inversión, administradoras privadas de fondos de pensiones, sociedades agentes de bolsa, sociedades intermediarias y otros fondos gestionados por la misma sociedad administradora solo es posible en los casos exceptuados por la SMV mediante norma de carácter general.

En esa línea, este precepto debe interpretarse conjuntamente con el artículo 78 del Reglamento de Fondos de Inversión, que añade restricciones orientadas a prevenir conflictos de interés. Entre ellas se incluyen: la prohibición de invertir en instrumentos emitidos o aceptados por deudores de la sociedad administradora; la limitación para adquirir, directa o indirectamente, instrumentos o derechos sobre bienes de Personas Relacionadas, así como instrumentos emitidos o garantizados por estas; y la restricción para invertir en bienes futuros cuando el constructor sea una Persona Relacionada.

Estas operaciones solo pueden realizarse si han sido previamente aprobadas por la Asamblea General o previstas en el Reglamento de Participación, debiendo en tales casos abstenerse de votar las Personas Relacionadas. Además, cuando se autoricen, el reglamento debe establecer límites porcentuales sobre el activo total del fondo y criterios claros para su aplicación.

Del análisis conjunto de ambas disposiciones se desprende que no existe una prohibición expresa que impida a un fondo de inversión adquirir títulos valores emitidos por sociedades en situación de insolvencia, siempre que dichas sociedades no se encuentren comprendidas en las categorías restringidas y que la inversión se realice conforme al reglamento de participación y a los mecanismos de control previstos.

En este primer análisis, la viabilidad jurídica de que un fondo invierta en empresas concursadas queda confirmada. No obstante, para el caso específico de los *turnaround funds*, resulta necesario evaluar si conviene que el vehículo opere bajo un régimen privado, esto es, sin inscripción o con inscripción en el Registro Público del Mercado de Valores.

De conformidad con el artículo 29 del Reglamento de Fondos de Inversión, los fondos pueden inscribirse bajo dos esquemas: general o simplificado. El régimen simplificado se dirige exclusivamente a inversionistas institucionales o de elevado patrimonio, que por su experiencia,

conocimiento y capacidad económica adoptan decisiones sin requerir tutela intensiva del regulador; por ello, su inscripción resulta más celer y con menores cargas procedimentales.

El régimen general, en cambio, se orienta a un universo más amplio de potenciales partícipes y, en consecuencia, exige un proceso de registro más largo y estricto, acorde con el mayor estándar de protección al inversionista. Con independencia del régimen, todos los fondos públicos se sujetan a la supervisión de la SMV, deben ser gestionados por una sociedad administradora y contar con dos órganos de control: el comité de inversiones y el comité de vigilancia, responsables, respectivamente, de la implementación de la política de inversión y del control de cumplimiento normativo.

En el caso de vehículos orientados a adquirir acciones, realizar aportes de capital y aplicar *know-how* para reestructurar compañías en insolvencia —propios de los *turnaround funds*—, el riesgo inherente es elevado. Bajo ese contexto, operar como fondo privado no inscrito en el Registro Público del Mercado de Valores puede ser funcional a una estrategia aún incipiente en el mercado local, aunque previsiblemente sujeta a especial escrutinio para preservar la integridad del mercado y la protección a los partícipes.

Si el fondo se constituye en el Perú, no obstante, resulta aconsejable adoptar estándares estructurales equiparables a los de un fondo público por razones de transparencia, legalidad y credibilidad: definir con precisión el objeto de inversión en el reglamento de participación, fijar límites y criterios de aplicación y robustecer la gestión de riesgos.

A partir de que no existe impedimento normativo para invertir en empresas concursadas, conviene precisar la lógica de entrada del fondo. Siguiendo a Rebaza (2007), cuando la sociedad objetivo requiere capital de trabajo o reordenamiento de pasivos, la vía típica es el aporte de capital; pero, en operaciones sobre sociedades insolventes, suele desplegarse una secuencia en dos tramos: primero, la adquisición de acciones para asegurar el control; después, la inyección de capital para viabilizar la reestructuración operativa y financiera.

Dado que el principio económico subyacente es intercambiar una suma de inversión por un porcentaje definido del capital de una empresa con activos, pasivos y resultados identificables, los contratos de aporte y de compra de acciones comparten una arquitectura sustantiva común (precio, condiciones legales-financieras-contables, y ajustes posteriores según contingencias).

Esta lógica debe quedar plasmada en el reglamento de participación: objetivos de inversión claros, límites operativos, política de riesgos y condiciones para la toma de decisiones. En ese marco, el comité de inversiones asume un rol decisivo al evaluar, aprobar y supervisar tanto la toma de control como los aportes subsiguientes, actuando conforme a la política

aprobada por los partícipes y a las exigencias regulatorias. A su vez, el comité de vigilancia verifica el cumplimiento del reglamento y del marco legal aplicable.

La articulación entre ambos comités permite que, incluso en escenarios de alto riesgo propios de los *turnaround funds*, la estructura del fondo se sostenga en bases de solvencia técnica, transparencia y solidez jurídica.

Al no existir impedimento normativo, la viabilización de la operación exige que, para que un fondo de inversión tome el control accionario de una empresa —incluidas las que atraviesan insolvencia—, se estructure una secuencia que combine una adquisición inicial de acciones con un aporte de capital posterior orientado a la reestructuración financiera y operativa (Rebaza Torres, 2007). Esta estrategia debe sostenerse en un contrato de compra de acciones o de aporte de capital con cláusulas precisas sobre precio, condiciones y ajustes, además de declaraciones y garantías que mitiguen la asimetría de información (Ross, Westerfield, & Jordan, 2001).

El control efectivo se asegura mediante un convenio de accionistas que incorpore derechos de minoría, quórums reforzados, mecanismos de salida como *put* y *call options*, y cláusulas de arrastre y acompañamiento. La valorización debe apoyarse en metodologías objetivas —como flujo de caja descontado o múltiplos de EBITDA (Forsyth Alarco, 2004)— para que el precio refleje la situación económica real de la compañía. Con esta arquitectura contractual y societaria, la inversión resulta jurídicamente viable, financieramente resguardada y estratégicamente eficaz.

La normativa peruana no presenta obstáculos para que un fondo de inversión, sea domiciliado en el país o en el extranjero, participe en la adquisición y reestructuración de empresas en insolvencia. Cuando se constituye en el Perú, debe adoptar la estructura de un fondo público; en su formato privado, suele canalizarse a través de una sociedad de propósito específico o del propio fondo, desplegando un esquema en dos etapas: primero la adquisición de acciones para asegurar el control y, acto seguido, la inyección de capital fresco destinada a restaurar la viabilidad operativa y financiera de la sociedad.

Este diseño impide que el vehículo incurra en la actividad de otorgar préstamos—prohibida para estos fondos—al entrar únicamente como accionista y no como acreedor. Al mismo tiempo, permite dirigir recursos del mercado de capitales privado hacia las empresas concursadas, aliviando la falta de financiamiento tradicional que generalmente enfrentan. Lejos de ser una solución exótica, los *turnaround funds* emergen como una alternativa innovadora y eficaz para proporcionar liquidez y respaldo estratégico, contribuyendo de manera concreta al objetivo central de nuestra LGSC: la recuperación del crédito.

Es cierto que los patrimonios autónomos constituyen una alternativa que facilita el acceso al financiamiento de empresas en estado de concurso, sin necesidad de acudir a la vía tradicional. Se trata de un mecanismo viable y potencialmente aplicable en el Perú, aunque a la fecha no se registran casos ni pronunciamientos de la SMV al respecto. La experiencia comparada, sin embargo, demuestra que la participación de inversionistas institucionales puede aliviar la falta de liquidez y, al mismo tiempo, viabilizar planes de reestructuración en contextos en los que el financiamiento bancario tradicional no resulta rentable ni brinda certeza a los prestatarios. En ese sentido, este mecanismo se presenta como una opción eficaz e innovadora que combina la provisión de liquidez con el respaldo estratégico de un socio inversionista.

Un ejemplo ilustrativo lo constituye el caso de Soltec Power Holdings S.A. y las sociedades de su grupo económico (Soltec) en España. Mediante hecho de importancia del 24 de septiembre de 2025, comunicado a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, se informó la homologación judicial del plan de reestructuración suscrito con sus acreedores. En la misma línea, el Auto del Juzgado de lo Mercantil Nro. 2 de Murcia²⁴, de fecha 22 de septiembre de 2025, homologó dicho plan tras verificar el cumplimiento de los requisitos legales correspondientes.

Dentro de las operaciones societarias previstas en el plan, se contempló la entrada de un inversor de capital. Para ello, se ejecutó primero una reducción de capital sin devolución de aportes, destinada a generar una reserva voluntaria indisponible, lo que implicó la reducción del valor nominal de las acciones en circulación.

A continuación, se implementó un aumento de capital por capitalización de créditos, con la consecuente emisión de nuevas acciones ordinarias de la misma clase y serie, fijándose una prima de emisión de 11.722.656,60 €. En total, el aumento de capital ascendió a 30.000.000 € (suma del valor nominal más la prima), a ser desembolsados por el inversor mediante la compensación del crédito frente a Soltec derivado de un préstamo capitalizable, que se extinguiría en su totalidad al ejecutarse el aumento. Al realizarse por compensación de créditos, los accionistas actuales de Soltec no tuvieron derecho de suscripción preferente sobre las nuevas acciones.

La empresa necesitaba liquidez para viabilizar su proceso de reestructuración. En ese marco, el inversor de capital —un fondo de *private equity* español, IME Spain General Partners

²⁴ Para más detalle, véase: Juzgado de lo Mercantil N° 2 de Murcia. (2025, 22 de septiembre). Auto 00671/2025 (homologación del plan de reestructuración de Soltec Power Holdings, S.A. y Soltec Energías Renovables, S.L.U.) (Proc. CLC 0000758/2025; origen: CLC 0000689/2024; NIG 30030-47-1-2024-0002042; ECLI: no consta; CENDOJ: pendiente de indexación).

(DVC Partners) Capital— acordó asumir el 80 % del control accionario de la compañía mediante el aumento de capital previamente descrito, por un monto de 30.000.000 €.

Dicho aporte se destinó tanto a la adquisición de acciones como al fortalecimiento de la estructura patrimonial de la sociedad. Una vez consolidada la operación, el fondo se comprometió a la inyección de 15.000.000 € adicionales, destinados a garantizar la ejecución del plan de reestructuración y a financiar, principalmente, los costes de reorganización de la división industrial y el desarrollo de proyectos de la división de energía. Tal como informó *Valencia Plaza* el 20 de mayo de 2025 (Valencia Plaza, 2025), la entrada de estos recursos resultaba indispensable para asegurar la viabilidad empresarial del Grupo Soltec.

En conclusión, puede advertirse que este tipo de fondos desempeñan un papel decisivo en la implementación de reestructuraciones empresariales exitosas. El ordenamiento español exige que todo plan de reestructuración, para ser considerado viable, exponga de manera expresa las condiciones que aseguren su éxito y acredite una perspectiva razonable de continuidad en el corto y mediano plazo, requisitos indispensables para su aprobación y eventual homologación.

En el caso de *Soltec*, la entrada del fondo de este *turnaround fund* constituyó la condición necesaria y suficiente para viabilizar el proceso de reestructuración. Así, la experiencia comparada demuestra que, aunque la participación de estos fondos pueda parecer riesgosa o novedosa, no se configura como un mecanismo alternativo al financiamiento tradicional, sino como un complemento estratégico.

En el marco de la legislación peruana tampoco se identifican impedimentos, puesto que este diseño evita que el vehículo incurra en la prohibida actividad de otorgar préstamos, limitándose a participar como accionista y no como acreedor. Al mismo tiempo, canaliza recursos del mercado de capitales privado hacia empresas en concurso, mitigando la ausencia de financiamiento tradicional que estas suelen enfrentar. De esta manera, lejos de representar una solución exótica, los *turnaround funds* se consolidan como una alternativa innovadora y eficaz para aportar liquidez y respaldo estratégico.

El caso Hostess Brands, Inc. constituye un ejemplo paradigmático de cómo la venta de activos bajo el § 363 del U.S. Bankruptcy Code puede servir como mecanismo eficaz de rescate empresarial a través de capital privado. La compañía, reconocida por marcas emblemáticas como Twinkies, Ho Hos y Ding Dongs, se acogió al Chapter 11 en 2012 ante el Tribunal de Quiebras del Distrito Sur de Nueva York (juez Robert D. Drain) debido a su inviabilidad operativa y conflictos laborales (In re Hostess Brands, INC, 2012).

Tras declarar la imposibilidad de continuar las operaciones, el tribunal autorizó la liquidación de sus activos mediante subastas competitivas bajo el § 363, destacando el proceso relativo a su división de productos de snack cakes. En marzo de 2013, el consorcio formado por Apollo Global Management y Metropoulos & Co. fue declarado postor ganador al ofrecer aproximadamente US \$ 410 millones en efectivo por las marcas principales y cinco panaderías (Hostess Brands Inc., 2013).

La operación fue aprobada en audiencia pública, cumpliendo con los requisitos de venta “free and clear” previstos en el § 363(f), es decir, libre de gravámenes y reclamaciones, lo que permitió transferir los activos sin los pasivos laborales ni financieros del deudor.

La estructura de la transacción respondió a una estrategia de *turnaround funds*, mediante la cual los inversionistas adquieren activos estratégicos de compañías en insolvencia, excluyendo sus pasivos, para luego reposicionar el negocio en el mercado. En el caso de Hostess Brands, los compradores implementaron un plan de reactivación industrial, reabriendo las plantas seleccionadas, modernizando la logística y relanzando Twinkies al mercado en pocos meses, demostrando la viabilidad del rescate vía adquisición de activos y la capacidad del capital privado para restaurar la rentabilidad de negocios en crisis (Brown, 2013).

Desde el punto de vista jurídico, el caso reafirma la función del § 363 como instrumento flexible dentro del Chapter 11 para maximizar el valor de los activos cuando la continuidad integral de la empresa no resulta posible. La venta fuera del curso ordinario requiere la aprobación judicial conforme al estándar de la *business judgment rule*, lo que garantiza que la operación responda a una justificación económica razonable y no perjudique los intereses de los acreedores.²⁵

Además, la figura del “good-faith purchaser” (§ 363(m)) otorga seguridad jurídica al comprador, blindando la transacción frente a apelaciones posteriores y fomentando la participación de inversionistas institucionales en procesos concursales.

En términos prácticos, la experiencia de Hostess Brands evidencia cómo los fondos de capital privado especializados en *turnaround* pueden desempeñar un papel crucial en la reactivación de empresas en crisis, aportando capital, gestión y know-how operativo para rescatar negocios con activos valiosos, pero estructuras insostenibles. En conjunto, este caso representa un precedente emblemático del *distressed* M&A estadounidense y un modelo replicable para sistemas concursales que busquen equilibrar la liquidación ordenada con la preservación del valor económico.

²⁵ 11 U.S.C. § 363 (2018 & Supp. V 2023); *In re Lionel Corp.*, 722 F.2d 1063 (2d Cir. 1983).

Conclusiones

Primera. El Derecho Concursal tiene como finalidad esencial resolver la situación de insolvencia del deudor. En esa línea, el ordenamiento debe orientarse a ser un mecanismo solutorio que permita maximizar la satisfacción de los acreedores, entendida esta como el recupero óptimo de sus acreencias y la mitigación de los conflictos de interés que emergen tras el *default* patrimonial del deudor, no obstante, reconocemos que pueden darse casos en los que la liquidación se configure como la única alternativa económica y financieramente viable (véase la conclusión quinta).

Segunda. El sistema concursal se estructura, precisamente, para gestionar el conflicto de interés generado por la crisis patrimonial y, a partir de ello, reducir los costos de coordinación entre acreedores. Bajo este marco, se busca que, en un entorno ordenado y previsible, los acreedores puedan alcanzar soluciones eficientes que satisfagan sus expectativas de recuperación.

Tercera. El ordenamiento concursal peruano persigue la recuperación del crédito mediante un procedimiento administrativo dirigido por Indecopi, a través de la Comisión de Procedimientos Concursales, en el cual los acreedores, actuando dentro de su margen de decisión y autonomía propios del modelo privatista vigente, asignan los recursos y toman decisiones orientadas a maximizar el valor del patrimonio del deudor insolvente para efectos del recupero de sus acreencias.

Cuarta. Los procedimientos concursales en el Perú se encuentran claramente diseñados en favor de los acreedores, en atención al enfoque legislativo que privilegia la protección de sus derechos. La lógica detrás de esta estructura es que los acreedores poseen los incentivos adecuados para decidir, bajo el principio de autonomía privada y la privatización del procedimiento, la alternativa que mejor asegure la recuperación de su crédito. Sin embargo, en un plano ideal, dichas decisiones deberían materializarse en la elección entre reestructurar o liquidar, según corresponda; no obstante, en la práctica, el sistema se ha convertido predominantemente en un mecanismo liquidador, incluso en casos donde determinadas empresas presentan condiciones para una reestructuración viable.

Quinta. La liquidación resulta adecuada únicamente cuando la sociedad concursada no es viable, es decir, cuando el valor de la empresa bajo un escenario de liquidación supera al valor de negocio en marcha. A la inversa, la reestructuración se justifica cuando el valor de negocio en marcha es superior al valor de liquidación, evidenciando que la compañía es capaz de generar flujos futuros que sostengan su permanencia. Esta valoración se sustenta cuantitativamente en metodologías como el descuento de flujos de caja (DCF), que permiten

determinar si los activos del deudor concursado tienen potencial para generar valor económico en el tiempo.

Sexta. La insolvencia de las sociedades mercantiles peruanas no solo obedece a choques exógenos o fallas operativas, sino a una estructura de capital sistemáticamente apalancada, donde el pasivo supera ampliamente al capital propio. En este contexto, muchas empresas que ingresan al sistema concursal mantienen un valor de negocio en marcha (VNM) superior al valor de negocio en liquidación (VNL), por lo que, desde una perspectiva económico-racional, deberían ser candidatas a la reestructuración y no a la liquidación.

Séptima. La viabilidad real de la reestructuración en el Perú está condicionada por la existencia (o ausencia) de mecanismos eficaces de financiamiento concursal. El *debtor in possession financing* (DIP *financing*) se revela como una herramienta clave para dotar de liquidez a sociedades viables (VNM > VNL), fortalecer su patrimonio y mejorar la tasa de recuperación de los acreedores; sin embargo, la bancarización del sistema y la restricción de acceso al mercado de capitales generan una crisis de financiamiento que empuja a muchas empresas viables hacia la liquidación.

Octava. El Proyecto de Ley que introduce el artículo 16.4 y la modificación del artículo 42 de la LGSC constituye un quiebre parcial en el conservadurismo del régimen concursal, al otorgar superprioridad (segundo orden de prelación) a los créditos derivados de financiamiento concursal. Este diseño busca alinear incentivos para que los prestamistas asuman el riesgo de inyectar capital fresco a sociedades concursadas, reforzando el patrimonio del deudor y, con ello, la finalidad última del sistema: la máxima recuperación del crédito y la mitigación del costo social de la liquidación.

Novena. La experiencia comparada, en particular el *Cram Down* del *Chapter 11*, evidencia que la reestructuración de empresas viables requiere herramientas normativas que permitan imponer planes de reorganización sobre acreedores disidentes, siempre que se cumplan estándares objetivos (*fair and equitable test* y *best interest of creditors test*) basados en la comparación entre VNM y VNL. La ausencia de mecanismos equivalentes en la LGSC refuerza una tendencia *pro liquidatore*, donde el principio de mayoría opera sin filtros técnico-económicos y termina sacrificando empresas que podrían ser rescatadas.

Décima. Instrumentos como las operaciones de *distressed M&A* (compra de empresas en insolvencia, capitalización de créditos y adquisición de créditos con descuento) y la potencial participación de *turnaround funds* o fondos de *private equity* especializados demuestran que el procedimiento concursal podría funcionar como una plataforma de reorganización y creación de valor, y no solo como filtro liquidatorio. No obstante, la falta de desarrollo de estos vehículos

en el mercado peruano revela una oportunidad perdida para canalizar capital sofisticado hacia sociedades viables en crisis y consolidar un verdadero ecosistema de reestructuración empresarial.

Undécima. El financiamiento concursal es jurídicamente posible en el Perú, pues la Ley General del Sistema Financiero no prohíbe prestar a empresas en insolvencia, pero resulta prácticamente inexistente porque la LGSC configura un régimen de altísimo riesgo: los créditos post-concursales quedan relegados en el último orden de prelación en caso de liquidación, incluso cuando están garantizados. Esta asimetría entre viabilidad económica del deudor ($VNM > VNL$) y tratamiento jurídico del nuevo crédito explica, en buena medida, la ausencia de financiamiento bancario en escenarios concursales.

Duodécima. El Proyecto de Ley remitido al Congreso el 20 de julio de 2023, que incorpora el artículo 16.4 y modifica el artículo 42 de la LGSC, introduce un cambio estructural al reconocer una superprioridad concursal: los créditos derivados de financiamiento concursal pasan al segundo orden de prelación. Este “premio” normativo al prestamista corrige parcialmente el sesgo liquidatorio del sistema, al alinear incentivo económico (mejor posición en la fila de cobro) con el objetivo de política pública de rescatar empresas viables.

Decimotercera. Desde una perspectiva funcional, el financiamiento concursal cumple una doble finalidad: (i) refuerza el patrimonio del deudor para que llegue a la junta de acreedores en mejor posición, incrementando las probabilidades de reestructuración exitosa; y (ii) mejora la tasa de recuperación de los acreedores al evitar la destrucción de valor asociada a la liquidación.

Decimocuarta. La combinación entre el nuevo régimen de prelación y la estructura de un financiamiento sindicado ofrece una arquitectura eficiente para canalizar financiamiento concursal. El crédito sindicado permite distribuir el riesgo entre varias entidades, estructurar distintos tramos de deuda (senior/junior), centralizar la gestión en un agente administrativo y un agente de garantías, y adecuar los límites de exposición de cada banco. Esta estructura, ya consolidada en financiamientos corporativos y es plenamente trasladable al contexto concursal.

Decimoquinta. La experiencia española demuestra que la viabilidad de la reestructuración debe descansar en estándares objetivos: informe de valorización independiente que acredite que el valor de negocio en marcha supera al de liquidación, y financiamiento externo debidamente justificado como condición de éxito del plan. Casos como Aceites Naturales del Sur y Holaluz-Clidom muestran que sin financiamiento no hay plan viable, y que la inyección de liquidez respaldada por un experto constituye requisito suficiente para la homologación.

Decimosexta. Los *leading cases* de DIP *Financing* en el *Chapter 11*, en particular el caso LATAM Airlines, evidencian que el financiamiento concursal no puede ser un cheque en blanco para *insiders* ni una vía encubierta de redistribución de valor (*sub rosa plan*). La reacción del juez, al exigir correcciones en la estructura del tramo C y eliminar la opción de pago en acciones con descuento, pone de relieve que el financiamiento concursal solo es legítimo cuando respeta el principio de prioridad absoluta y supera un escrutinio económico y equitativo estricto. Este estándar comparado ofrece pautas concretas para diseñar con seguridad jurídica el financiamiento concursal bajo la LGSC.

Decimoséptima. El análisis del *cram down* revela una tensión estructural del modelo peruano: por un lado, un sistema privatista que confiere a la junta de acreedores la decisión sobre el destino del deudor; por otro, la necesidad de contar con un mecanismo que impida que mayorías o minorías bloqueen reestructuraciones económicamente racionales. La posible imposición de un plan por parte de Indecopi choca con el control contencioso-administrativo posterior, mientras que la autonomía privada, ejercida sin filtros de razonabilidad, puede desembocar en liquidaciones abusivas de empresas viables.

Decimooctava. Aplicando los criterios sobre abuso del derecho desarrollados por la propia jurisprudencia de Indecopi, la decisión de liquidar una empresa cuyo informe de valorización demuestra un VNM superior al VNL puede configurar un ejercicio abusivo de la autonomía privada de los acreedores. La práctica de la *piecemeal liquidation* contradice el objetivo del artículo I de la LGSC, maximizar el valor mediante la asignación eficiente de recursos, y transforma la liquidación en una salida estructural más que en una opción técnicamente justificada.

Decimonovena. Aunque la LGSC no recoge expresamente el *fair and equitable test* ni el *best interest of creditors test*, su lógica está implícita en el principio de trato equitativo, la prohibición de abuso del derecho y la exigencia de maximizar el valor del patrimonio del deudor. La experiencia de casos como CELSA en España y *Energy Future Holdings* en EE. UU. muestra que estos *tests* no son fórmulas retóricas, sino herramientas concretas para comparar el resultado de la reestructuración con la liquidación, evitar sacrificios desproporcionados y garantizar que ningún acreedor disidente reciba menos de lo que obtendría en un escenario liquidatorio.

Vigésima. Las operaciones de *distressed M&A* se consolidan como una familia de instrumentos jurídicos y financieros que permiten viabilizar la reestructuración de empresas insolventes pero viables: (i) adquisición de la compañía como conjunto organizado de bienes, (ii) capitalización de créditos y (iii) adquisición de créditos con descuento. Todas ellas

comparten un presupuesto común, la demostración objetiva de viabilidad mediante informe de valorización, y se insertan sin fricción en el marco de la LGS, la LGSC y la Ley de control de concentraciones.

Vigésima primera. La fusión por absorción de una sociedad en concurso, lejos de estar prohibida, se perfila como una herramienta de reorganización estructural compatible con la universalidad del procedimiento concursal. A la luz de la experiencia española, la fusión no implica la conclusión del concurso ni una “desfusión” posterior, sino una sucesión universal en clave material: la absorbente continúa en el expediente, asume el patrimonio concursado y queda sujeta al plan aprobado. En el contexto peruano, la articulación entre LGS, LGSC y LPAG permite replicar este esquema mediante la sustitución del administrado, preservando la tutela de los acreedores y la seguridad jurídica.

Vigésima segunda. La capitalización de créditos, interpretada a la luz del caso *Chiquitoy S.A.* y combinada con la operación acordeón (reducción del capital a cero y aumento inmediato por capitalización), se presenta como la modalidad más eficiente para reflotar empresas concursadas desde dentro. Transforma pasivos exigibles en capital, detiene el devengo de intereses y limpia el balance, siempre que se respeten los derechos de los accionistas (convocatoria, derecho de adquisición preferente, renunciaciones con fecha cierta) y se acredite que la operación es idónea y necesaria para evitar la liquidación.

Vigésima tercera. La adquisición de créditos reconocidos a valor de descuento constituye una vía indirecta, pero jurídicamente robusta, para que un tercero tome control de la compañía mediante cesión de créditos y posterior capitalización. Aunque la operación puede ser más lenta por la verificación de Indecopi (cambio de titularidad, declaración de no vinculación), su menor costo de entrada la convierte en una herramienta estratégica para inversionistas especializados, respetando en todo momento la masa concursal y el principio de transparencia.

Vigésima cuarta. Los *turnaround funds* y fondos de *private equity* con estrategia de *special situations* encuentran en el ordenamiento peruano un espacio normativo habilitado: ni la Ley de Fondos de Inversión ni su reglamento prohíben invertir en empresas en crisis, siempre que se respeten las restricciones de conflictos de interés y los límites definidos en el reglamento de participación. Ya sea bajo régimen público (general o simplificado) o como vehículo privado, estos patrimonios autónomos pueden canalizar capital de riesgo hacia sociedades concursadas.

Vigésima quinta. La experiencia comparada —casos *LATAM*, *J.C. Penney*, *Hostess Brands*, *Soltec*, entre otros— demuestra que la combinación de financiamiento concursal, *cram down*, ventas *going-concern*, operaciones de *distressed M&A* y participación de *turnaround*

funds permite rescatar empresas con $VNM > VNL$ que, de otro modo, serían liquidadas. El análisis muestra que el marco peruano, sin requerir una refundación total, puede integrar gradualmente estas herramientas: reforzando la prelación del financiamiento concursal, introduciendo estándares objetivos de viabilidad y *tests* de protección a acreedores disidentes, y habilitando vehículos de capital de riesgo. Solo así el sistema concursal peruano podrá dejar de ser predominantemente liquidador para convertirse en un verdadero mecanismo de reorganización y preservación de valor.

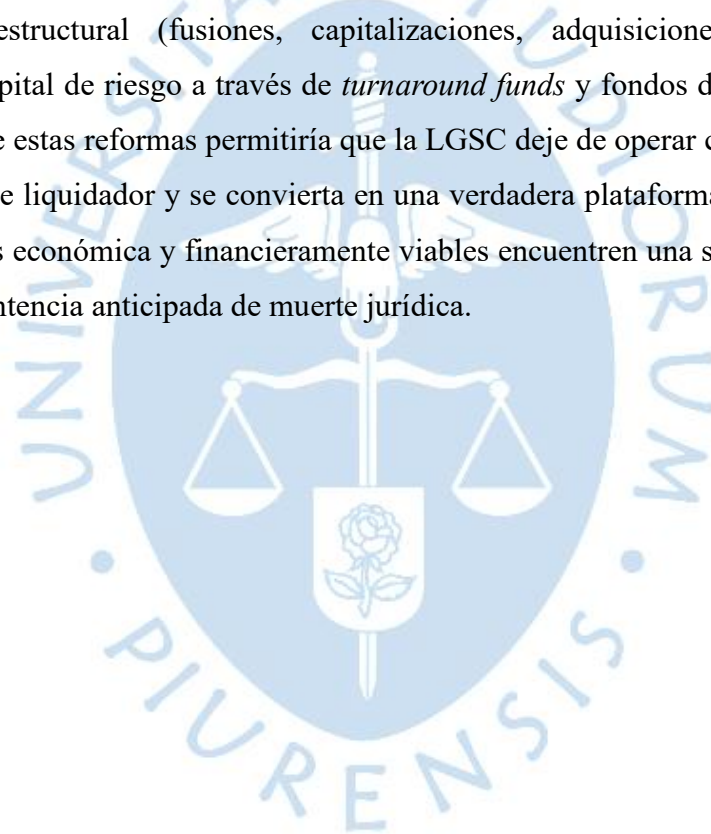
Vigésima sexta. El diseño actual del sistema concursal peruano tensiona el principio de neutralidad: aunque formalmente se proclama un tratamiento equitativo entre reestructuración y liquidación, en la práctica la estructura de incentivos y la prelación de créditos inclina el sistema a favor de la salida liquidatoria. El financiamiento concursal, dotado de una prelación reforzada y articulado con herramientas como la capitalización de créditos y las operaciones de *distressed M&A*, se presenta como un instrumento idóneo para reequilibrar esa balanza. De este modo, la neutralidad deja de ser una declaración abstracta y se traduce en reglas concretas que permitan que empresas con $VNM > VNL$ no sean sacrificadas por inercias liquidatorias o por la preferencia cortoplacista de ciertos acreedores.

Vigésima séptima. La piedra angular de cualquier decisión concursal racional es la valorización independiente del deudor, tanto para justificar el financiamiento concursal como para sustentar la aprobación u homologación de planes de reestructuración. La exigencia de informes técnicos elaborados por expertos registrados, sometidos a estándares de transparencia y contraste, no solo eleva la calidad de la decisión de la junta, sino que también dota a Indecopi y al juez contencioso-administrativo de insumos objetivos para controlar abusos y desviaciones. Sin una cultura de valorización seria y verificable, el debate sobre DIP financing, *cram down* o *distressed M&A* corre el riesgo de convertirse en un ejercicio puramente retórico.

Vigésima octava. La habilitación del financiamiento concursal y de las operaciones de reestructuración avanzada exige, paralelamente, un andamiaje de salvaguardas: reglas de transparencia, revelación de vinculaciones, control de precios de transferencia y mecanismos de impugnación eficaces frente a transacciones que supongan *asset stripping* o desvío de valor en perjuicio de la masa. La experiencia de casos como *LATAM Airlines* y ciertos precedentes españoles muestra que incluso herramientas diseñadas para salvar empresas pueden ser instrumentalizadas por *insiders* si no se someten a un escrutinio estricto de equidad. Por ello, la introducción de estas figuras en el ordenamiento peruano debe ir acompañada de filtros materiales y procedimentales que aseguren que el rescate de la empresa no se convierta en un rescate de accionistas o acreedores privilegiados.

Vigésima novena. Las instituciones analizadas, financiamiento concursal, *cram down*, *distressed M&A*, participación de *turnaround funds*, tienen una proyección que trasciende el plano estrictamente contractual o patrimonial, pues inciden directamente en la protección del empleo, la preservación de cadenas de proveedores y la continuidad de proyectos de inversión relevantes para la economía. Evitar liquidaciones ineficientes no solo mejora la tasa de recuperación de los acreedores, sino que mitiga el costo social y macroeconómico de la insolvencia, alineando el régimen concursal con los mandatos constitucionales de promoción de la empresa y el trabajo.

Trigésima. En suma, el sistema concursal peruano no requiere una refundación total, sino una reconfiguración inteligente de sus piezas clave: reconocimiento expreso y prelación reforzada del financiamiento concursal; incorporación de estándares objetivos inspirados en el *fair and equitable test* y el *best interest of creditors test*; habilitación clara de operaciones de reestructuración estructural (fusiones, capitalizaciones, adquisiciones de créditos) y canalización de capital de riesgo a través de *turnaround funds* y fondos de *special situations*. La combinación de estas reformas permitiría que la LGSC deje de operar como un mecanismo predominantemente liquidador y se convierta en una verdadera plataforma de reorganización, en la que empresas económica y financieramente viables encuentren una segunda oportunidad en lugar de una sentencia anticipada de muerte jurídica.



Referencias

Bibliografía

- Agreda, J., Terrazos, J., & Vásquez, M. d. (2005). El Estado Actual del Paradigma del Derecho Procesal Civil. Dialogando con Juan Montero Aroca. *Derecho & Sociedad*, 15-19.
- Agurto Isla, R. (2017). A 25 años de su creación: Comentarios a la relación entre INDECOPI y el Poder Judicial en el marco de los procedimientos concursales. *THEMIS Revista de Derecho*, 159-170.
- Alfaro Águila-Real, J. (2005). Recensión a Ángel Rojo y Emilio Beltrán (directores), La responsabilidad de los administradores. *Tirant lo Blanch*, 1-14.
- Arosemena Hague, G. (2013). Proporcionalidad. En J. (. Espinoza Espinoza, & P. (. Atoche Fernández, *Ley General del Sistema Concursal. Análisis Exegético* (págs. 70-77). Editorial Rodhas.
- Azar, Z. (2008). *Bankruptcy Policy, Legal Heritage, and Financial Development: An Agenda for Further Research*. SSRN.
- Bado, V., & López, C. (1 de octubre de 2016). *Manual básico de Derecho Comercial. Derecho cambiario y concursal*. Obtenido de <https://publicaciones.fder.edu.uy/index.php/me/article/view/119/112>
- Baird, D. (2006). *The elements of Bankruptcy*. Foundation Press.
- Baird, D., & Rasmussen, R. (2003). Chapter 11 at Twilight. *Stanford Law Review*, 673-699.
- Battifora, M. (2023). Guía práctica para operaciones del M&A: Los documentos del proceso previo al SPA y sus secciones más relevantes. *THEMIS Revista de Derecho*, 283-292.
- Bravo García Viñas, C. (2013). "El que pone la música": Reflexiones sobre un innecesario control del tribunal constitucional sobre la operación acordeón . *Revista de Actualidad Mercantil*, 13-29.
- Brown, A. (12 de March de 2013). *Billionaire investors gobble up Twinkies: Hostess Snacks sold for \$410 Million*. Obtenido de Forbes: <https://www.forbes.com/sites/abrambrown/2013/03/12/billionaire-investors-gobble-up-twinkies-hostess-snack-sold-for-410-million>
- Business Insider. (10 de january de 2021). *How JCPenney's sale to Simon and Brookfield happened in bankruptcy*. Obtenido de Business Insider: <https://www.businessinsider.com/jcpenney-bankruptcy-sale-simon-brookfield-2021-1>
- Business Wire. (9 de november de 2020). *JCPenney Recieves Court Approval for Asset Purchase Agreement with Brookfield, Simon and First-Lien Lenders*. Obtenido de Business Wire: <https://www.businesswire.com/news/home/20201109005935/en/JCPenney-Receives-Court-Approval-for-Asset-Purchase-Agreement-with-Brookfield-Simon-and-First-Lien-Lenders>
- Candelario, M., & Rodríguez, L. (1998). *La empresa en crisis. Derecho Actual*. Ciudad Argentina.
- Cuny, C., & Talmor, E. (2007). A theory of private equity turnarounds. *Journal of Corporate Finance*, 629-646.
- Darby, E. (14 de october de 2020). *LATAM Airlines gets DIP financing for USD2.45 billion*. Obtenido de Carey : <https://www.carey.cl/en/latam-airlines-gets-dip-financing-for-usd2-45-billion/>

- De Bracamonte Melgar, G. (2002). Cambiando de rumbo. Las causales de liquidación en la Ley General del Sistema Concursal. *IUS ET VERITAS*, 204-217.
- Díez-Picaso, L. (1982). Los créditos privilegiados en el concurso de acreedores. En *La reforma del derecho de quiebra: Jornadas sobre la reforma del derecho* (págs. 293-320). Civitas.
- El Peruano. (20 de septiembre de 2023). Poder Ejecutivo plantea reforma de la Ley General del Sistema Concursal.
- Espinoza Espinoza, J. (2005). El ejercicio abusivo del derecho en las decisiones de las juntas de acreedores dentro de un procedimiento concursal. *THEMIS Revista de Derecho*, 171-178.
- Espinoza, J. (. , & Atoche, P. (. (2013). *Ley General del Sistema Concursal. Análisis Exegético*. Editorial Rhodas.
- Ezcurra Rivero, H. (1996). *El "superprivilegio" del crédito laboral vs. el sistema de garantías reales*. THEMIS Revista de Derecho.
- Ezcurra Rivero, H. (2002). *Privaticemos la insolvencia*. IUS ET VERITAS.
- Ezcurra, H., Rojas, J., & Silva, H. (2003). Apreciaciones de un debate inconcluso: Los múltiples objetivos de una ley concursal con una única finalidad. *Ius et Veritas*, 291-303.
- Flint Blanck, P. (2003). *Tratado del derecho concursal: doctrina, legislación, jurisprudencia*. Editora Jurídica Grijley.
- Forsyth Alarco, J. (2004). *Finanzas empresariales: rentabilidad y valor*.
- García Mandaloniz, M. (2003). Un cambio en la definición de "Capital-Riesgo": Artículo 19 párrafo primero de la ley financiera. *Revista de Derecho Bancario y Bursátil* , 91-118.
- García Villarrubia, M. (2018). *Los efectos en el concurso de las modificaciones estructurales con sucesión universal*. Obtenido de Uría Menéndez: <https://www.uria.com/es/publicaciones/5923-los-efectos-en-el-concurso-de-las-modificaciones-estructurales-con-sucesion-univ>
- Gilson, S., Hotchkiss, E., Waldock, K., Osborn, M., & Foroughi, P. (January de 2021). Crashing out: The Rise of M&A in Bankruptcy. *Harvard Business School*, págs. 1-31.
- Gómez Asensio, C. (2020). La Directiva (UE) 2019/1023 sobre marcos de reestructuración preventiva y su futura transposición al ordenamiento jurídico español . *Actualidad Jurídica Iberoamericana* , 472-511.
- Guzmán Halberstadt, C. (18 de mayo de 2020). *Derecho concursal y covid-19. Hacia un adecuado procedimiento de reestructuración de obligaciones*. Obtenido de Pasión por el Derecho: <https://lpderecho.pe/derecho-concursal-covid-19-procedimiento-reestructuracion-obligaciones/>
- Herrera Balmisa, G. (2022). *Valoración de empresas en situación de estrés financiero: Un caso práctico sobre Promotora de Informaciones S.A (Prisa)*. Universidad Pontificia Comillas.
- Hicks, J. (2005). Foxes Guarding the Henhouse: The Modern Best Interests of Creditors Test in Chapter 11 Reorganizations. *Nevada Law Journal*, 820-841.
- Higa Silva, C. (2013). Objetivo de la Ley. En J. (. Espinoza Espinoza, & P. (. Atoche Fernández, *Ley General del Sistema Concursal. Análisis Exegético* (págs. 29-31). Editorial Rodhas.

- Hostess Brands Inc. (12 de march de 2013). *Hostess Brands selects Apollo Global Management and Metropoulos & Co. as Winning Bidder for Majority of Snack Cake Business, Including Twinkies*. Obtenido de PR Newswire: <https://www.prnewswire.com/news-releases/hostess-brands-selects-apollo-global-management-and-metropoulos--co-as-winning-bidder-for-majority-of-snack-cake-business-including-twinkiesr-197536231.html>
- Jensen, M. (September de 1989). Eclipse of the Public Corporation. *HARVARD BUSINESS REVIEW*, 72-73. Obtenido de HARVARD BUSINESS REVIEW: <https://hbr.org/1989/09/eclipse-of-the-public-corporation>
- Jiménez Chocano, J. (2005). Explicando la orientación (liquidatoria) de la Ley General del Sistema Concursal y su rol en el gobierno corporativo de las empresas peruanas. *Advocatus*, 273-307.
- Jiménez Vargas-Machuca, R. (2012). Los principios del Proceso Contencioso Administrativo. *Revista de Derecho Administrativo*, 21-33.
- Jones Day. (2016). The Solvent Debtor Exception: Postpetition Interest and Equitable Considerations. *Jones Day*. Obtenido de Jones Day.
- Jones Day. (December de 2020). *Cram-Down Chapter 11 Plan Need Not Strictly Enforce Subordination Agreement*. Obtenido de [jonesday.com: https://www.jonesday.com/en/insights/2020/12/cramdown-chapter-11-plan-need-not-strictly-enforce-subordination-agreement](https://www.jonesday.com/en/insights/2020/12/cramdown-chapter-11-plan-need-not-strictly-enforce-subordination-agreement)
- Laroya, E. (2008). *Derecho societario peruano. Comentarios a la Ley General de Sociedades del Perú*. Gaceta Jurídica.
- León Vásquez, L. (2011). Breves apuntes acerca de la capitalización y condonación de créditos en los procesos de Reestructuración Patrimonial. *Revista de Derecho Administrativo*, 295-312.
- Lexology. (7 de december de 2015). *Bankruptcy Court Has Equitable Power to Award Postpetition Interest*. Obtenido de Lexology: <https://www.lexology.com/library/detail.aspx?g=6c56b040-8cda-4f74-822d-1b233e9da3a1>
- Lizárraga Vera-Porto Carrero, A. (2011). La reducción, cambio de titularidad y cesión de créditos en materia concursal. *Revista de la Competencia y la Propiedad Intelectual*, 127-155.
- Lopez, C., Torre, B., & Sanfilippo, S. (2011). ¿Puede una ley concursal ser eficiente? Una aproximación conceptual a la solución de los problemas de insolvencia. *Innovar: revista de ciencias administrativas y sociales*, 125-144.
- Marega, A. (2022). Los principios del Derecho Concursal Procesal a la luz de la Filosofía Restaurativa. *Prudentia Iuris*, 179-203.
- Martí Pellón, J. (1999). Pasado, presente y futuro del capital-riesgo en España. *Perspectivas del sistema financiero*, 21-36.
- Martínez Muñoz, M. (2022). El arrastre de acreedores en la Directiva UE 2019/1023 sobre marcos de reestructuración preventiva y su transposición al Derecho preconcursal español . *Cuadernos Europeos de Deusto*, 133-162.

- Miró Quesada, G. (2007). "Mamá, no me apagues la luz" la continuidad del marco de protección concursal. *Advocatus*, 207-217.
- Moreno Buendía, F. (2021). Las funciones del Derecho concursal: tendencias actuales en el Derecho comparado. *Inciso*, 1-14.
- Moreno, F. J. (2021). Las funciones del Derecho concursal: tendencias actuales en el Derecho comparado. 4.
- Peña Cuéllar, A. (2019). *Distress Investments: Oportunidades de negocio derivadas de empresas insolventes en Colombia*. Obtenido de Colegio de Estudios Superiores de Abogados: <http://hdl.handle.net/10726/4283>
- Peschiera Mifflin, D. (2007). Contrato de sindicación de crédito . *THEMIS Revista de Derecho*, 61-72.
- Priori Posada, G. (2013). Conducta procesal. En J. (. Espinoza Espinoza, & P. (. Atoche Fernández, *Ley General del Sistema Concursal. Análisis Exegético* (págs. 78-83). Editorial Rodhas.
- Puelles, G. (2009). "Fotografías que matan" o los retos del financiamiento a empresas en concurso. *IUS ET VERITAS*, 198-212.
- Pulgar Ezquerro, J. (1994). *La reforma del Derecho Concursal comparado y español (Los nuevos institutos concursales y reorganizativos)*. Civitas.
- Pulgar Ezquerro, J. (2022). Reestructuraciones preconcursales forzosas: el mejor interés de los acreedores. *CIVITAS Revista de Derecho Mercantil*, 1-14.
- Quintero Serrano, F., & León Ramírez, G. (2016). La adquisición de empresas en crisis en el derecho comparado y, en particular, el caso colombiano. *IUS ET VERITAS*, 16-32.
- Rebaza Torres, A. (2007). Las fusiones y adquisiciones de empresas: a propósito de la proliferación de los fondos de inversión . *THEMIS Revista de Derecho*, 101-111.
- Robilliard D'Onofrio, P. (2013). Colectividad. En J. (. Espinoza Espinoza, & P. (. Atoche Fernández, *Ley General del Sistema Concursal. Análisis Exegético* (págs. 63-69). Editorial Rodhas.
- Rojas Leo, J. (2003). De la supuesta esquizofrenia del sistema concursal al maniqueísmo de sus detractores. *IUS ET VERITAS*, 173-181.
- Ross, S., Westerfield, R., & Jordan, B. (2001). *Fundamentos de finanzas corporativas*. McGraw Hill.
- Shem, A., & Naphtali, M. (2024). The role of Stakeholder engagement in business rescue: A legal and strategic perspective . *IRE Journals*, 38-55.
- Tortuero, J. (2003). El contrato de compraventa de acciones. En R. Quetglas, *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas* (págs. 363-404). La Ley.
- Valdivieso López, E. (2011). Las facultades de la Junta de Acreedores frente a los derechos de los accionistas de empresas en concurso: A propósito de una Sentencia del TC y las operaciones acordeón . *Revista de Derecho*, 59-76.
- Valencia Plaza. (20 de mayo de 2025). *Soltec recibe oferta de inversión de DVC Partners por 30 millones para controlar el 80% de la firma*. Obtenido de Valenciaplaza:

<https://valenciaplaza.com/soltec-recibe-oferta-de-inversion-de-dvc-partners-por-30-millones-para-controlar-el-80-de-la-firma>

Viguera Rubio, J. (1992). Derecho concursal mercantil: concepto y evolución histórica. En G. (. Jiménez Sánchez, *Derecho Mercantil* (págs. 605-632). Ariel.

Jurisprudencia y Normas Revisadas

El Peruano, Diario Oficial. (11 de abril de 2001). Ley del Procedimiento Administrativo General. Perú.

El Peruano, Diario Oficial. (22 de octubre de 1996). Ley de Fondos de Inversión y sus Sociedades Administradoras. Perú.

El Peruano, Diario Oficial. (8 de agosto de 2002). Ley General del Sistema Concursal. Perú.

El Peruano, Diario Oficial. (9 de diciembre de 1997). Ley General de Sociedades. Perú.

In re Energy Future Holdings Corp., 14-10979 CSS (U.S. Bankruptcy- District of Delaware, 30 de octubre de 2015).

In re Hostess Brands, INC, 12-22052 (11 de enero de 2012).

In re LATAM Airlines Group S.A, 20-11254 (Bankruptcy Court 2020).

LATAM Airlines Group S.A. (18 de septiembre de 2020). *LATAM's modified DIP financing proposal receives approval from Court of the Southern District of New York*. Obtenido de LATAM Airlines: <https://ir.latam.com/English/news/press-releases/news-details/2020/LATAMs-modified-DIP-financing-proposal-receives-approval-from-Court-of-the-Southern-District-of-New-York-09-18-2020/default.aspx>

