IWIRC LATIN AMERICA

INSOLVENCY NOW

IWIRC
LATIN AMERICA

ÍNDICE | INDEX

PRÓLOGO / PROLOGUE

Por / By: **Pamela Benzán Arbaje**

Co-Presidenta de IWIRC Latinoamérica. Editora y Coordinadora Académica de la Tercera Edición de Insolvency Now. **Págs. 1**

Co-Chair IWIRC Latin America. Editor & Academic Coordinator – Third Edition of Insolvency Now. **Págs. 2**

ARTÍCULOS / ARTICLES

DO

REPÚBLICA DOMINICANA | DOMINICAN REPUBLIC

Por / By: **Pamela Benzán Arbaje**

Financiamiento de Deudor en Posesión (DIP) en la República Dominicana: bases normativas, falta de implementación y ruta práctica para su operatividad **Págs. 3-7**

Debtor-in-Possession (DIP) Financing in the Dominican Republic: Normative Foundations, Lack of Implementation, and a Practical Path Toward Operability **Págs. 29 - 32**

CO

COLOMBIA

Por / By: **Cristina Gómez Clark**

Detrás de los números: lo que nadie cuenta sobre el turnaround corporativo: Cuando llega la crisis y el default es una realidad, las emociones afloran… el verdadero valor se define en medio del conflicto, y la toma de decisiones exige un conjunto de habilidades especializadas. **Págs. 8-10**

Behind the Numbers: What No One Tells You About Corporate Turnaround: When crisis arrives and default becomes a reality, emotions surface… real value is defined amid conflict, and decision-making demands a specialized set of skills. **Págs. 33-35**

ÍNDICE | INDEX

BR

BRASIL | BRAZIL

Por / By: **Victoria Vaccari Villela & Diana Freire de Queiroz Barros**

La evolución del DIP Financing en la legislación brasileña de insolvencia. **Págs. 11-16**

The Evolution of DIP Financing in Brazilian Bankruptcy Law. **Págs. 36-40**

Por / By: **Fernanda Bittencourt Loureiro & Ana Carolina Monteiro**

Mecanismos de alerta temprana para la recuperación de deudas sin un procedimiento de reorganización judicial en Brasil. **Págs. 17-20**

Early Warning Mechanisms to Recover Debts Without a Judicial Reorganization Proceeding in Brazil. **Págs. 41-43**

Por / By: **Sabrina María Fadel Becue**

Reevaluando el debate sobre el COMI:
Perspectivas desde una economía emergente **Págs. 21-24**

Reassessing the COMI Debate:
Insights from an Emerging Economy **Págs. 44-47**

SV

EL SALVADOR

Por / By: **Juliana Fukusima Sato**

La tokenización en los procesos de reestructuración empresarial bajo la Ley de Activos Digitales de El Salvador. **Págs. 25-28**

Tokenization for Corporate Restructuring under El Salvador's Digital Asset Law. **Págs. 48-51**

COLABORADORAS | COLLABORATORS

DO

República Dominicana | Dominican Republic

Pamela Benzán Arbaje
Socia/Partner, Guzmán Ariza
Co-Presidenta/Co-Chair, IWIRC Latin America (2025–2027)

CO

Colombia

Cristina Gómez Clark
Directora General / Managing Director, Alvarez & Marsal
Co-Presidenta/Co-Chair, IWIRC Latin America (2025–2027)

BR

Brasil | Brazil

Victoria Vaccari Villela
Socia/Partner, Felsberg Advogados

Fernanda Bittencourt Loureiro
Abogada/Attorney, MMLC Advogados (Mac Dowell, Melo & Leite de Castro Advogados)

Sabrina María Fadel Becue
Post-Doctoral Researcher / Investigadora Postdoctoral en Derecho Comercial, Universidad de São Paulo

Diana Freire de Queiroz Barros
Abogada/Attorney, Felsberg Advogados

Ana Carolina Monteiro
Abogada/Attorney, MMLC Advogados (Mac Dowell, Melo & Leite de Castro Advogados)

SV

EL SALVADOR

Juliana Fukusima Sato
Directora Regional
Regional Director, IWIRC Latin America

Coordinación Editorial Editorial Coordination

Pamela Benzán Arbaje
Co-Presidenta / Co-Chair, IWIRC Latin America (2025–2027)

PRÓLOGO
Tercera Edición de *Insolvency Now*

La tercera edición de Insolvency Now representa un paso significativo en la consolidación de la red de América Latina de IWIRC; una plataforma regional dedicada al análisis técnico y comparado de la insolvencia, la reestructuración empresarial y la preservación de valor en la región. Como revista académica de la red, esta publicación refleja los valores fundamentales denuestra comunidad global: colaboración, excelencia profesional, diversidad, intercambio de conocimiento y promoción del liderazgo femenino en el ámbito concursal.

En un entorno económico caracterizado por volatilidad, innovación acelerada y creciente interdependencia, la insolvencia ha dejado de ser un fenómeno meramente doméstico. La digitalización, la tokenización de activos, la globalización del crédito, la presencia cada vez mayor de fondos internacionales y la evolución constante de instrumentos financieros están transformando profundamente los desafíos que enfrentan los sistemas concursales de la región.

Esta edición recoge esa evolución. Los artículos incluidos abordan temas que, hasta hace pocos años, no formaban parte del debate regional: tokenización aplicada a la reestructuración, mecanismos de alerta temprana, DIP financing y análisis del COMI en economías emergentes, junto con estudios que profundizan aspectos clásicos pero en constante transformación, como la prelación de créditos y las estrategias de turnaround corporativo.

Asimismo, este volumen refleja el fortalecimiento de una comunidad latinoamericana que piensa, investiga y dialoga de manera comparada. Las contribuciones de Brasil, Colombia, El Salvador y República Dominicana permiten identificar convergencias regionales y desafíos compartidos, destacando la importancia de un enfoque colaborativo para avanzar hacia sistemas concursales más modernos, eficientes y orientados a la preservación de empresas viables.

Como Co-Chair de IWIRC Latinoamérica y Editora y Coordinadora Académica de esta edición, reafirmo el compromiso de nuestra región con la producción de conocimiento riguroso, el fortalecimiento profesional y el impulso del liderazgo femenino en el derecho de la insolvencia. Insolvency Now es, ante todo, un espacio para construir puentes: entre jurisdicciones, entre disciplinas y entre generaciones de profesionales dedicadas a esta materia.

Agradezco profundamente a todas las autoras que integran este volumen, así como a quienes, desde distintos roles, han apoyado la consolidación de esta revista. Esta tercera edición es fruto de un esfuerzo colectivo y del firme compromiso de IWIRC Latinoamérica con la excelencia, la diversidad y el diálogo regional.

Espero que estas páginas inspiren reflexiones, fomenten conversaciones y ofrezcan herramientas útiles para afrontar los retos —presentes y futuros— del derecho concursal en nuestra región.

Pamela Benzán Arbaje
República Dominicana
Co-Chair de IWIRC Latinoamérica
Editora y Coordinadora Académica – Tercera Edición de *Insolvency Now*

PROLOGUE
Third Edition of *Insolvency Now*

The third edition of Insolvency Now represents a significant milestone in the consolidation of IWIRC's Latin America Network: a regional platform dedicated to the technical and comparative analysis of insolvency, corporate restructuring, and value preservation. As the academic journal of our network, this publication reflects the core values of our global community: collaboration, professional excellence, diversity, knowledge-sharing, and the promotion of women's leadership in the insolvency field.

In an economic environment marked by volatility, accelerated innovation, and increasing interdependence, insolvency is no longer a purely domestic phenomenon. Digitalization, asset tokenization, the globalization of credit, the growing presence of international funds, and the constant evolution of financial instruments are profoundly reshaping the challenges faced by insolvency systems across the region.

This edition captures that evolution. The articles included explore topics that, until recently, were absent from the regional conversation: the application of tokenization to restructuring, early-warning mechanisms, DIP financing, and COMI analysis in emerging economies, along with studies that revisit classical—but continuously evolving—issues such as credit priority and corporate turnaround strategies.

This volume also reflects the strengthening of a Latin American community that thinks, researches, and engages in comparative dialogue. Contributions from Brazil, Colombia, El Salvador, and the Dominican Republic reveal regional convergences and shared challenges, underscoring the importance of a collaborative approach to advancing more modern, efficient, and value-preserving insolvency systems.

As Co-Chair of IWIRC Latin America and Editor and Academic Coordinator of this edition, I reaffirm our region's commitment to the production of rigorous scholarship, professional development, and the advancement of women's leadership in insolvency law. Insolvency Now is, above all, a space for building bridges: across jurisdictions, across disciplines, and across generations of professionals dedicated to this field.

I extend my sincere gratitude to all the authors who contributed to this volume, as well as to those who, in various roles, have supported the consolidation of this journal. This third edition is the result of collective effort and the steadfast commitment of IWIRC Latin America to excellence, diversity, and regional dialogue.

I hope these pages inspire reflection, foster meaningful conversations, and offer practical tools to address the present and future challenges of insolvency law in our region.

Pamela Benzán Arbaje
Dominican Republic
Co-Chair, IWIRC Latin America
Editor & Academic Coordinator – Third Edition of *Insolvency Now*

República Dominicana:

Financiamiento de Deudor en Posesión (DIP) en la República Dominicana:

bases normativas, falta de implementación y ruta práctica para su operatividad

Autora: Pamela Benzán Arbaje
Socia en Guzmán Ariza, República Dominicana

I. Introducción

El financiamiento del deudor en posesión (*debtor-in-possession financing* o DIP como se conoce en la práctica) constituye uno de los instrumentos más sofisticados del derecho concursal contemporáneo. Su finalidad es permitir que empresas económicamente viables, pero temporalmente ilíquidas, accedan a financiamiento durante el proceso de reestructuración, asegurando la continuidad de sus operaciones, la preservación de empleos y la maximización del valor del negocio en marcha. En los sistemas más avanzados, el DIP es un elemento estructural del procedimiento concursal: no solo sostiene la viabilidad del deudor, sino que incrementa las posibilidades de éxito de los planes de reorganización.

En la República Dominicana, la Ley núm. 141-15 sobre Reestructuración y Liquidación de Empresas y Personas Físicas Comerciantes y su Reglamento de Aplicación núm. 20-17 (recientemente modificado por el Decreto 38-25 de 2025) ofrecen un marco normativo capaz de admitir el financiamiento durante el proceso de reestructuración mercantil o concurso con supervisión judicial y prioridad de pago. La legislación no utiliza la terminología anglosajona ni replica textualmente los mecanismos del *U.S. Bankruptcy Code*, pero contiene los elementos esenciales para estructurar un DIP funcional. Sin embargo, a la fecha no se ha aprobado ningún financiamiento DIP en sentido formal. Ello no obedece a decisiones denegatorias de los tribunales, sino a la falta de solicitudes viables: las empresas en reestructuración no han conseguido la aprobación de potenciales financiadores, por lo que no se ha generado la oportunidad material de someter un DIP a consideración judicial. Esto ha llevado a que los procesos dependan mayormente de ventas de activos o de divisiones enteras de negocios para mantenerse en operaciones y lograr reestructurar sus deudas.

La brecha entre la suficiencia normativa y la inexistencia práctica no se explica por fallas legislativas, sino por factores operativos y de coordinación institucional: ausencia de lineamientos regulatorios para la banca, cautela de las instituciones financieras ante el riesgo de recuperación, falta de un ecosistema especializado en financiamiento concursal y obstáculos administrativos que dificultan la ejecución de actos concursales. Esta realidad contrasta con la experiencia comparada —particularmente el *Chapter 11* estadounidense y la Guía Legislativa de UNCITRAL— donde el DIP prospera no por leyes extensas, sino por entornos institucionales predecibles, procedimientos judiciales ágiles y cooperación interinstitucional.

II.Marco jurídico dominicano: un sistema funcional en lo normativo

El ordenamiento dominicano contiene los elementos esenciales de un régimen operativo de financiamiento postconcursal. Los artículos 78 y 87 de la Ley 141-15 establecen que la contratación de nuevos créditos y la constitución de garantías durante el proceso de conciliación y negociación solo pueden aprobarse mediante una propuesta formal del conciliador, tomando en consideración la posición de la mayoría de los acreedores y con decisión expresa del tribunal. En este marco, la ley articula un sistema que coloca al conciliador como filtro institucional y garante del interés colectivo, evitando que el deudor pueda asumir endeudamiento extraordinario sin control.

Desde una perspectiva comparada, el

conciliador dominicano desempeña una función equivalente al *trustee* del sistema estadounidense o al administrador concursal en otros regímenes iberoamericanos y europeos. Su rol no se limita a la supervisión, sino que incluye la validación y canalización de decisiones estratégicas que afectan la masa concursal. Aunque la iniciativa para obtener financiamiento DIP puede originarse en el propio deudor —como ocurre en el *Chapter 11*— la Ley 141-15 exige que sea el conciliador quien formule la solicitud ante el tribunal. Esto implica que ninguna operación de financiamiento postconcursal puede someterse sin su respaldo sustantivo, pues su propuesta formal constituye un requisito indispensable dentro del esquema dominicano. El conciliador actúa así como intermediario entre deudor, acreedores y tribunal, asegurando que cualquier solicitud DIP sea consistente con el interés colectivo y no con necesidades unilaterales del deudor.

Conforme al artículo 87, el tribunal puede autorizar nuevos financiamientos destinados a asegurar la continuidad de las operaciones ordinarias, siempre que no medie objeción de la mayoría de los acreedores. Estos créditos se pagan con la prioridad prevista en el artículo 86 para las deudas surgidas con posterioridad al inicio del proceso. Asimismo, el tribunal puede autorizar la constitución de nuevas garantías, incluso sobre bienes ya gravados, siempre que el acreedor previamente garantizado otorgue consentimiento y no exista oposición mayoritaria.

Si bien la Ley 141-15 no emplea la terminología *superpriority*, el efecto jurídico-económico es equivalente: los créditos autorizados conforme a los artículos 86 y 87 adquieren una prelación legal superior a las acreencias preexistentes, situándose inmediatamente después de los créditos laborales y de los gastos del proceso —incluyendo las remuneraciones de los administradores y auxiliares concursales—, lo que los convierte en auténticos créditos postconcursales privilegiados.

No obstante, tal como se indicó anteriormente, a pesar de este marco normativo robusto, en la práctica dominicana aún no se ha autorizado un financiamiento DIP formal.

III. El referente comparado y la doctrina internacional: Chapter 11, UNCITRAL y la teoría económica del DIP

El *Chapter 11* del *U.S. Bankruptcy* Code constituye el modelo paradigmático del financiamiento DIP. Su eficacia no deriva únicamente del contenido normativo de la sección 364, sino de un ecosistema institucional altamente desarrollado. Los tribunales federales operan bajo procedimientos acelerados —*first-day motions*— que permiten aprobar financiamientos en cuestión de días u horas, evitando la paralización del negocio y asegurando la continuidad operativa. A ello se suma una arquitectura regulatoria que ofrece certeza y protección explícita al prestamista, lo que ha permitido la consolidación de un mercado profesionalizado de *DIP lenders*, integrado por bancos de inversión, fondos especializados y entidades financieras dispuestas a asumir riesgos concursales bajo reglas estables y previsibles.

Sin embargo, el DIP estadounidense no es un bloque monolítico. La sección 364 establece una escalera de protecciones diseñada para atraer financiamiento en distintos niveles de riesgo, comenzando con (i) créditos ordinarios sin garantía, pasando por (ii) créditos con garantía o prioridad administrativa, hasta llegar a (iii) mecanismos más intrusivos como el *priming lien*, que autoriza a desplazar garantías preexistentes siempre que el acreedor afectado reciba "protección adecuada". Esta progresividad confirma que el DIP no es una figura única, sino un conjunto de herramientas funcionales orientadas a incentivar la entrada de liquidez en

situaciones de insolvencia.

La doctrina comparada coincide con este enfoque escalonado. Como explican Aurelio Gurrea Martínez y Adolfo Rouillón[1], los sistemas más avanzados reconocen diversas modalidades de superprivilegios aplicables al dinero nuevo: (i) preferencia frente a otros créditos de la masa; (ii) garantías reales sobre bienes libres; (iii) garantías en segundo rango (*junior lien*) sobre bienes ya gravados; y, en algunos casos excepcionales, (iv) la posibilidad de otorgar una garantía que desplaza la ya existente (*priming lien*). Este catálogo es funcionalmente equivalente al esquema del *Chapter 11* y revela que la protección al financiamiento postconcursal es un fenómeno global, adaptado a los riesgos que asume el financiador.

El análisis económico respalda esta arquitectura. El financiamiento DIP reduce los costos de liquidación, evita la destrucción de valor y aumenta la probabilidad de supervivencia de empresas viables. Sin mecanismos de protección reforzada, los financiadores racionales no tendrían incentivos para proveer liquidez a empresas insolventes, lo que provocaría una contracción sistémica en la disponibilidad de crédito concursal. No obstante, Gurrea Martínez y Rouillón advierten que los mecanismos más intrusivos —en particular el *priming lien*— pueden generar tensiones con la certidumbre contractual ex ante, pues alteran el orden de prelación de garantías válidamente constituidas. Su utilización solo resulta económicamente eficiente cuando la operación genera una mejora neta para la masa y se garantiza una adecuada protección del acreedor desplazado.

El Modelo Legislativo de la CNUDMI (UNCITRAL) converge con estas premisas. UNCITRAL promueve que los tribunales puedan autorizar financiamiento postconcursal con prioridad sobre deudas preexistentes y, cuando sea indispensable, mediante garantías sobre activos concursales, siempre bajo los principios de necesidad, proporcionalidad, transparencia y supervisión judicial. La filosofía de UNCITRAL se alinea con los principios dominicanos: el artículo 3, numeral vi, de la Ley 141-15 consagra la maximización del valor de los activos como fin rector del procedimiento concursal, y el sistema dominicano exige la intervención obligatoria del conciliador en la evaluación y propuesta de créditos nuevos, lo que proporciona un control institucional frente a decisiones oportunistas del deudor.

No obstante, tanto la doctrina especializada como la experiencia internacional coinciden en una advertencia fundamental: el diseño del financiamiento DIP debe adaptarse al grado de sofisticación institucional de cada país. En jurisdicciones con judicaturas concursales altamente técnicas —como Estados Unidos o Singapur— el uso del *priming lien* es viable porque los jueces pueden valorar rigurosamente la necesidad económica del desplazamiento de garantías y la protección adecuada del acreedor. En cambio, en sistemas con menor desarrollo institucional, la doctrina recomienda restringir su uso a supuestos excepcionales o condicionar su aprobación al consentimiento del acreedor afectado, con el fin de evitar distorsiones en los mercados de crédito y preservar la previsibilidad contractual.

En este sentido, aunque el modelo dominicano comparte la lógica estructural del *Chapter 11* —preservación del negocio, continuidad de la administración y prioridad del crédito nuevo—, todavía carece de la arquitectura institucional y del ecosistema financiero que permiten su operatividad práctica. De ahí la importancia de desarrollar lineamientos judiciales, protocolos administrativos y criterios prudenciales que permitan aterrizar en la práctica las herramientas comparadas que hoy existen en el plano normativo.

IV. La brecha entre norma y práctica: desafíos de implementación

A pesar de que el marco normativo dominicano ofrece los elementos esenciales para la operatividad del financiamiento DIP, su implementación práctica enfrenta barreras estructurales que impiden que la figura funcione como un verdadero instrumento de preservación de valor. Estas limitaciones no surgen de deficiencias legislativas, sino de la ausencia de una arquitectura institucional coherente que permita ejecutar eficazmente las herramientas previstas en la Ley 141-15. Entre los principales

[1] Gurrea Martínez, A., & Rouillón, A. (2021). Derecho de la insolvencia: Un enfoque comparado y funcional (pp. 138–140). Tirant lo Blanch.

obstáculos se destacan los siguientes:

1. Falta de lineamientos regulatorios en el sector bancario: Las entidades financieras carecen de criterios prudenciales que definan el tratamiento contable, regulatorio y de riesgo de un crédito DIP autorizado judicialmente. Esta ausencia de directrices genera incertidumbre reputacional y dudas sobre la recuperación efectiva, desincentivando la participación de la banca en operaciones de financiamiento postconcursal.

2. Obstáculos administrativos y débil coordinación interinstitucional: El caso Arconim evidencia las dificultades de ejecución administrativa. Aun contando con un plan homologado y un fideicomiso de propósito concursal inscrito, la DGII negó la exención impositiva ordenada por el tribunal para transferencias concursales, impidiendo la movilización de activos necesarios para la implementación del plan. Este precedente demuestra que la eficacia de las órdenes concursales depende no solo del tribunal, sino de la articulación entre administración tributaria, registros públicos y entidades financieras.

3. Ausencia de mecanismos judiciales acelerados: La falta de protocolos procesales equivalentes a los *first-day motions* del *Chapter 11* limita la capacidad de los tribunales para decidir con celeridad solicitudes urgentes de financiamiento. En ausencia de procedimientos expeditos, las necesidades de liquidez del negocio en marcha no encuentran respuesta en plazos compatibles con su operación.

4. Inexistencia de actores financieros especializados: La República Dominicana carece de fondos especializados, inversionistas institucionales o un mercado secundario de financiamiento postconcursal. Sin un ecosistema financiero orientado al DIP, el universo de posibles prestamistas se reduce drásticamente, obstaculizando la estructuración de solicitudes viables.

En un plano más amplio, la experiencia comparada demuestra que la eficacia de las órdenes concursales depende de una alineación institucional mínima. Casos como *Arconim* y *TMS* evidencian que sin coherencia interinstitucional las decisiones judiciales pierden efectividad, tanto a nivel nacional como transfronterizo. La lección es clara: para que el DIP pueda operar como una herramienta estratégica de preservación empresarial, la legislación debe complementarse con coordinación institucional, lineamientos administrativos y mecanismos procesales que garanticen su ejecución real.

V. Conclusiones y recomendaciones para un régimen DIP operativo

La puesta en marcha efectiva del financiamiento DIP en la República Dominicana no exige modificar la Ley 141-15. El andamiaje jurídico ya existe; lo que falta es consolidar la infraestructura institucional que permita ejecutar en la práctica las herramientas previstas en la norma. Superado el diagnóstico de las barreras actuales, el país puede avanzar hacia un régimen DIP funcional mediante una serie de medidas operativas y regulatorias complementarias.

En primer lugar, resulta indispensable que la Superintendencia de Bancos emita lineamientos prudenciales que reconozcan la prioridad legal de los créditos postconcursales autorizados judicialmente y definan su tratamiento contable, regulatorio y de riesgo. La ausencia de estas directrices genera incertidumbre en las entidades financieras y limita la posibilidad de que la banca participe en operaciones de financiamiento postconcursal.

En segundo lugar, el Poder Judicial debería adoptar protocolos procesales uniformes que permitan tramitar y decidir solicitudes urgentes de financiamiento en plazos compatibles con las necesidades de liquidez del negocio en marcha. Estos protocolos podrían estructurar de manera estandarizada la información mínima que debe acompañar toda solicitud —presupuesto de caja, términos del crédito, garantías ofrecidas, informe del conciliador y valoración de la "protección adecuada" de acreedores afectados—, garantizando celeridad sin sacrificar transparencia ni control judicial. Si bien el sistema dominicano no contempla órdenes provisionales como las del *Chapter 11*, un procedimiento claro y acelerado permitiría al tribunal decidir de forma oportuna con base en criterios uniformes y predecibles.

Asimismo, se requiere fortalecer la coordinación interinstitucional entre el Poder Judicial, la DGII, el

Ministerio de Hacienda, el Registro de Títulos, los Registros Mercantiles y demás registros públicos. La experiencia del caso Arconim demuestra que una orden judicial carece de eficacia si no existen criterios administrativos y registrales que permitan ejecutarla de manera inmediata. Protocolos conjuntos para la inscripción de fideicomisos concursales, actualizaciones de certificados de Registro Mercantil y actas de RNC, anotaciones registrales y aplicación de exenciones tributarias constituirían un paso decisivo para dar operatividad al régimen.

Los fideicomisos de reestructuración pueden desempeñar un papel fundamental como vehículos de canalización de fondos DIP; sin embargo, para que cumplan esa función de manera efectiva es indispensable que se establezca un marco regulatorio específico para este tipo de instrumentos. Su estructura de patrimonio separado, combinada con un régimen claro de supervisión dual del conciliador y del tribunal, puede ofrecer transparencia, control y seguridad jurídica a los financiadores potenciales, además de permitir desembolsos condicionados al cumplimiento de hitos operativos. La regulación especializada de estos fideicomisos resultaría clave para estandarizar su funcionamiento, garantizar su compatibilidad con las órdenes concursales y dar confianza a la banca y a inversionistas institucionales.

En el plano financiero, la participación inicial de la banca de desarrollo y de fondos públicos especializados en apoyo empresarial podría servir como mecanismo de catalización, compartiendo el riesgo de los primeros créditos DIP y estimulando la entrada progresiva de la banca privada, tal como ha ocurrido en México y Colombia. Paralelamente, la creación de un ecosistema financiero especializado —compuesto por fondos deteriorados (*distressed funds*), inversionistas institucionales y eventualmente un mercado secundario— permitiría profesionalizar el financiamiento postconcursal y aumentar la disponibilidad de capital para empresas en reestructuración.

Estas medidas, tomadas en conjunto, no alteran la Ley 141-15 ni exigen reformas legislativas, sino que desarrollan los "planos operativos" necesarios para que el financiamiento DIP pueda utilizarse efectivamente. Su adopción permitiría transformar un marco legal potencialmente robusto en un instrumento real de preservación empresarial, creación de valor y fortalecimiento del sistema concursal dominicano.

En definitiva, el país dispone de la arquitectura jurídica necesaria para implementar el financiamiento DIP; lo que falta es completar la ingeniería institucional que permita convertir esa posibilidad normativa en una herramienta efectiva. Un régimen DIP operativo fortalecería la confianza de acreedores y financiadores, dotaría al sistema concursal dominicano de herramientas comparables a las de las jurisdicciones más avanzadas y contribuiría a consolidar un ecosistema de reestructuración más dinámico, eficiente y competitivo. El desafío ya no es conceptual, sino de ejecución: construir un entorno donde el financiamiento DIP sea no solo jurídicamente posible, sino realmente viablee posible, sino realmente viable.

Detrás de los números: lo que nadie cuenta sobre el turnaround corporativo:

Cuando llega la crisis y el default es una realidad, las emociones afloran... el verdadero valor se define en medio del conflicto, y la toma de decisiones exige un conjunto de habilidades especializadas.

Autora: Cristina Gómez Clark
Directora General en Alvarez and Marsal, Colombia.

Durante más de veinte años he trabajado en procesos de reestructuración empresarial y transformación corporativa. Mi comprensión más profunda de la quiebra y la insolvencia, sin embargo, no comenzó como experta financiera ni como gerente de inversiones en banca de inversión, sino desde dentro de una familia empresaria, cuando la empresa constructora de mi padre quebró en medio de la crisis del UPAC en Colombia, a finales de la década de los noventa.

Esa experiencia temprana reveló una verdad que la práctica profesional confirmaría una y otra vez: **las crisis corporativas no se definen únicamente por la liquidez o el balance general, sino por la manera en que las personas reaccionan frente a ellos**. En una crisis participan todos los actores del ecosistema empresarial — empresarios, directivos, empleados, clientes, proveedores y acreedores —, cada uno con su propio miedo, urgencia y narrativa.

La primera batalla en una crisis nunca es técnica ni consiste en buscar soluciones dentro del *business as usual*. Es, ante todo, **reconocer que la empresa está entrando en una situación crítica** y aceptar que, si no se toman medidas extraordinarias en el manejo de la liquidez y no se exploran alternativas que rompan con el *statu quo*, difícilmente se logrará superar la crisis.

Los turnarounds suelen narrarse como ejercicios predominantemente financieros: renegociación de deuda, estabilización de caja, redefinición de la estructura de capital o ajustes organizacionales. Sin embargo, en la mayoría de los casos el desenlace depende de factores menos visibles: la negación organizacional, las tensiones entre *stakeholders*, la parálisis en la toma de decisiones y la forma en que los líderes procesan el riesgo bajo presión.

Con frecuencia, las organizaciones se aferran a la expectativa del "próximo negocio" que dará la vuelta a la situación, a recortes marginales que alivian momentáneamente la liquidez o a la búsqueda de nuevos recursos bajo la lógica de que solo se trata de "tapar el hueco" y superar un bache coyuntural.

En mi experiencia, un *turnaround* sostenible requiere alinear simultáneamente — además de múltiples medidas estratégicas y tácticas — **tres dimensiones fundamentales**, y mantener una disciplina implacable sobre ellas: **finanzas, gobernanza y conducta humana**. Ignorar cualquiera de estas dimensiones amplifica la destrucción de valor y puede acelerar la liquidación del negocio.

1. La negación como primera barrera

En las etapas iniciales de los problemas, la primera barrera rara vez es técnica; es psicológica.

En muchas compañías, los equipos directivos continúan hablando de "un mal trimestre" cuando los indicadores ya evidencian un deterioro estructural. He estado en esas reuniones. He visto a CEOs altamente talentosos explicar con convicción por qué el mercado "se ajustará", por qué "el próximo contrato aliviará la presión" o por qué "las ventas repuntarán en el segundo semestre". No lo hacen porque mientan, sino porque necesitan creerlo.
Aceptar la crisis implica enfrentar pérdidas

reputacionales y personales. La literatura lo explica con claridad: frente a información dolorosa, la mente humana tiende a defenderse antes que a corregirse (Festinger, 1957; Kahneman, 2011).

En este punto, la negación ya no es homogénea. Suele concentrarse en dueños, CEOs y altos directivos que aún creen que pueden "salvar" la situación. Mientras tanto, los proveedores perciben con mayor claridad los retrasos en los pagos; los empleados comienzan a recibir presiones de clientes y proveedores; y la preocupación se filtra por toda la organización.

En procesos de reestructuración, esta negación tiene consecuencias financieras y humanas concretas: se consume liquidez que no se recupera, se agotan líneas de crédito, se pierde credibilidad frente a acreedores, se fuga talento y los equipos directivos comienzan a operar bajo una combinación creciente de fatiga y ansiedad.

El costo es elevado y acumulativo. Cada trimestre perdido reduce la disponibilidad de alternativas menos traumáticas: capital fresco, acuerdos tempranos o desinversiones ordenadas.

Quienes trabajamos en *distress* lo vemos de forma recurrente: **los empresarios suelen buscar ayuda demasiado tarde**. En nuestra experiencia en Alvarez & Marsal en Colombia —un fenómeno que se observa también a nivel global, aunque con particular intensidad en América Latina— no es inusual que transcurran uno o incluso dos años antes de que se tome la decisión de buscar asesoría profesional.

La diferencia entre una intervención temprana y una tardía suele marcar la frontera entre un *turnaround* completo y sostenible, o una quiebra inminente con destrucción de valor para todos los *stakeholders*.

2. Intereses cruzados: el conflicto estructural del *turnaround*

Una vez reconocida la crisis, emerge la verdadera arquitectura del problema: actores con incentivos desalineados. Acreedores financieros, proveedores, empleados, accionistas y reguladores operan bajo horizontes temporales y perfiles de riesgo distintos. Y, sin embargo, el sistema se bloquea.

La investigación en negociación compleja demuestra que, incluso cuando existen soluciones que benefician a todas las partes, los participantes tienden a comportarse como si estuvieran atrapados en un juego de suma cero (Fisher, Ury & Patton, 1991). En la práctica, esto se traduce en demoras, sospechas crecientes y desgaste emocional acumulado.

Una reestructuración efectiva, por el contrario, es un ejercicio de optimización colectiva. El asesor debe diseñar mecanismos de gobernanza que reduzcan la percepción de suma cero y alineen incentivos hacia la preservación del negocio viable.

Esto exige información creíble, reglas claras y transparentes, definición de prioridades y procesos de negociación secuenciados orientados a maximizar la recuperación de valor para todos los *stakeholders*. Cuando estos elementos fallan, el litigio suele reemplazar a la estrategia, destruyendo valor en el camino.

3. Parálisis en la toma de decisiones: el riesgo subestimado

Las crisis castigan la indecisión con mayor severidad que los errores bien informados. Sin embargo, muchas organizaciones responden con "más análisis" y "más escenarios", postergando decisiones que inevitablemente deberán tomarse.

El origen de esta parálisis es, en gran medida, reputacional: actuar implica exponerse; no actuar permite sostener la ilusión de control. Mientras tanto, la caja se erosiona, las contrapartes endurecen posiciones y el margen de maniobra se reduce.

En un *turnaround*, no todas las decisiones serán óptimas, pero siempre será más fácil corregir una decisión imperfecta que no haber tomado ninguna y permitir que el mercado decida por la empresa.

El tiempo no se detiene: cada semana perdida reduce alternativas; cada comunicación ambigua erosiona la confianza; cada aplazamiento refuerza la narrativa de que "ya es

demasiado tarde".

Directorios con marcos claros de decisión y reglas explícitas de priorización de liquidez suelen preservar más valor que aquellos que confunden prudencia con inacción (Boin et al., 2017).

4. El lado invisible: identidad, orgullo y lealtades

El componente emocional del *turnaround* suele ser ignorado en la planeación, pero está siempre presente en la ejecución. Fundadores, empresarios, CEOs y empleados se aferran a estructuras que simbolizan su trayectoria; ejecutivos postergan medidas necesarias para proteger equipos construidos a lo largo de años.

La psicología organizacional ha demostrado que el apego emocional a modelos previos puede pesar más que cualquier *forecast* (Weick & Sutcliffe, 2007). En estos momentos, el reestructurador deja de ser solo un analista y se convierte, inevitablemente, en un traductor emocional: alguien capaz de explicar realidades duras sin humillar, sostener conversaciones difíciles sin romper relaciones y transformar el miedo en acción responsable.

No para salvar egos, sino para preservar valor. En este contexto, la combinación de empatía y disciplina incrementa de forma significativa la probabilidad de una implementación exitosa.

5. Un acto de coraje y responsabilidad ética

Toda reestructuración enfrenta una pregunta inevitable: **si el valor no alcanza, ¿cómo se reparte el costo?**

Las herramientas técnicas permiten modelar escenarios; el liderazgo define prioridades. Los procesos que prometen "dolor cero" deterioran la credibilidad. En cambio, aquellos que comunican límites desde el inicio y distribuyen los sacrificios de manera explícita tienden a estabilizar consensos.

En un *turnaround*, todos los actores sacrifican valor: algunos empleados deben salir para preservar los empleos restantes; los accionistas renuncian a dividendos durante años; los proveedores aceptan quitas para sostener clientes viables; los acreedores financieros conceden extensiones de plazo, reducciones de intereses y, en algunos casos, descuentos de principal.

De esta forma se maximiza la recuperación colectiva y se evita el juego de suma cero en el que todos pierden. A ello se suma el costo macroeconómico de no ofrecer segundas oportunidades, a diferencia de lo que ocurre en mercados maduros de *distress*, donde estos procesos representan una parte relevante de la actividad económica.

En este contexto, el liderazgo ético deja de ser un discurso y se convierte en un método operativo. La literatura es clara: la transparencia en tiempos difíciles construye legitimidad, incluso cuando las decisiones son duras (Brown & Treviño, 2006).

En Alvarez & Marsal entendemos la ética no como un adorno retórico, sino como un activo operativo: sin confianza, ningún plan se ejecuta.

6. Qué funciona en la práctica

A lo largo de distintas industrias y geografías, observamos patrones consistentes: reconocimiento temprano de la crisis, gobernanza alineada, comunicación transparente y disciplina de ejecución. Estas condiciones reducen la litigiosidad, preservan la credibilidad interna y externa, y acortan la brecha entre el plan y la realidad.

Estas lecciones no sustituyen el análisis financiero; **lo hacen ejecutable**.

Conclusión: el doble lenguaje del *turnaround*

Las finanzas explican la mecánica del deterioro. La conducta humana explica su velocidad y su dirección.

Después de muchos años acompañando empresas en situaciones límite, he observado que aquellos empresarios y acreedores que permanecen en la negación o buscan soluciones dentro del *business as usual* terminan, inevitablemente, abocados a la liquidación.

Un *turnaround* exitoso no consiste solo en diseñar el modelo correcto, sino en **crear las condiciones organizacionales para tomar decisiones a tiempo**.

Ese es, en última instancia, el trabajo del asesor en situaciones de crisis: gobernar simultáneamente números, personas y expectativas, y desafiar de manera constante el *status quo*.

La Evolución del DIP Financing en la Legislación Brasileña de Insolvencia

Autoras: Victoria Vaccari Villela y Diana Freire de Queiroz Barros
Socia y Abogada en Felsberg Advogados, Brasil

I. Introduction

Especialmente en tiempos de dificultades financieras, los deudores necesitan dinero nuevo para mantener su actividad comercial, pagar a sus empleados y proveedores, ya que su flujo de caja se ve comprometido. Sin embargo, tras la presentación de un procedimiento de insolvencia, es más difícil que los deudores encuentren inversores dispuestos a poner dinero en la empresa, debido a los riesgos financieros involucrados.

Ahí viene la relevancia del Debtor-In-Possession Financing ("DIP"). El financiamiento DIP es ampliamente utilizado como un mecanismo de reestructuración eficiente y tiene como objetivo proporcionar a la empresa deudora suficiente capital para continuar operando el negocio y administrando la reestructuración. Ofrece un apoyo financiero fundamental a las empresas en dificultades que siguen siendo viables desde el punto de vista operativo y aborda el reto de atraer a inversores que, de otro modo, podrían ser reticentes debido a los riesgos inherentes a una empresa insolvente.

En 2020, Brasil promulgó la Ley N.º 14.112, que introdujo cambios significativos en la Ley N.º 11.101/2005 ("Ley de Quiebras"), con el objetivo de mejorar la eficacia del procedimiento de insolvencia. Una de las innovaciones más importantes fue la inclusión de disposiciones para el financiamiento DIP, que hasta entonces estaban ausentes de la ley. Entre los cambios destacamos:

(i) la disposición expresa que permite la financiación del deudor durante la suspensión de pagos;
(ii) la imposibilidad de modificar el carácter de prioridad del crédito resultante del contrato de financiación y de la garantía conexa, incluso si la decisión de autorización se modifica posteriormente en recursos judiciales, siempre que el desembolso ya se haya efectuado;
(iii) el establecimiento de gravámenes subordinados a favor del financiador, excepto en los casos de venta o cesión fiduciaria;
(iv) y la posibilidad de que terceros actúen como financiadores y garantes de la sociedad sujeta a reorganización judicial

[1] 11 U.S. Code. § 364 - Obtención de crédito. (a) Si el administrador judicial esté autorizado a operar el negocio del deudor bajo la sección 721, 1108, 1183, 1184, 1203, 1204 o 1304 de este título, a menos que el tribunal ordene lo contrario, el fideicomisario puede obtener crédito no garantizado e incurrir en deudas no garantizadas en el curso ordinario de los negocios permitidos bajo la sección 503 (b) (1) de este título como gasto administrativo. (b) El tribunal, después de una notificación y una audiencia, puede autorizar al administrador judicial a obtener crédito no garantizado o a incurrir en deudas no garantizadas que no sean bajo la subsección (a) de esta sección, permitida bajo la sección 503 (b) (1) de este título como un gasto administrativo. (c) Si el administrador judicial no puede obtener crédito no garantizado permitido bajo la sección 503 (b) (1) de este título como gasto administrativo, el tribunal, después de una notificación y una audiencia, puede autorizar la obtención de crédito o el incurrir en deuda: (1) con prioridad sobre cualquiera o todos los gastos administrativos del tipo especificado en la sección 503 (b) o 507 (b) de este título; (2) garantizado por un gravamen sobre la propiedad del patrimonio que no esté sujeto a un gravamen; o (3) garantizado por un gravamen menor sobre la propiedad del patrimonio que esté sujeta a un gravamen. (d) (1) El tribunal, después de una notificación y una audiencia, puede autorizar la obtención de crédito o el incurrir en deudas garantizadas por un gravamen principal o igual sobre la propiedad del patrimonio que esté sujeta a un gravamen solo si: (A) el administrador judicial no puede obtener dicho crédito de otra manera; y (B) existe una protección adecuada del interés del titular del gravamen sobre la propiedad del patrimonio sobre el que se basa dicho acreedor o se propone otorgar un gravamen igual. (2) En cualquier audiencia bajo esta subsección, el administrador judicial tiene la carga de la prueba sobre el tema de la protección adecuada. (e) La revocación o modificación en apelación de una autorización bajo esta sección para obtener crédito o incurrir en deuda, o de una concesión bajo esta sección de una prioridad o un gravamen, no afecta la validez de cualquier deuda así contraída, o cualquier prioridad o gravamen así otorgado, a una entidad que extendió dicho crédito de buena fe, independientemente de que dicha entidad supiera o no de la pendencia de la apelación, a menos que dicha autorización y el incurrir en dicha deuda, o la concesión de dicha prioridad o gravamen, se suspendieran en espera de la apelación. (f) Excepto con respecto a una entidad que es un suscriptor según se define en la sección 1145 (b) de este título, la sección 5 de la Ley de Valores de 1933, la Ley de Contratos de Fideicomiso de 1939 y cualquier ley estatal o local que requiera el registro para la oferta o venta de un valor o el registro o la licencia de un emisor de, El suscriptor, corredor o agente de un valor no se aplica a la oferta o venta en virtud de esta sección de un valor que no sea un valor de capital.

El mecanismo de financiamiento DIP está diseñado para proporcionar a las empresas en proceso de reestructuración el capital necesario para mantener sus operaciones, pagar a los empleados y otros gastos esenciales mientras reorganizan sus deudas. Inspirado en prácticas internacionales exitosas, particularmente la Sección 364 del *U.S Bankruptcy Code* de los Estados Unidos[1], este marco legal busca equilibrar los intereses de los acreedores e inversionistas al ofrecer una mayor seguridad jurídica y protecciones prioritarias para el financiamiento dado después de la solicitud de suspensión de pagos. La evolución del financiamiento DIP en la legislación brasileña marca un paso adelante en la mejora de los procesos de insolvencia del país, aportando más seguridad jurídica a los inversores y más eficiencia en la reestructuración empresarial.

II. Los Procedimientos de Insolvencia Brasileños y la Suspensión de Pagos – "Recuperação Judicial"

La Ley de Quiebras, modificada por la Ley 14.112/2020, establece tres procedimientos de insolvencia: (i) suspensión de pagos (*recuperação judicial*), (ii) reorganización extrajudicial y (iii) liquidación.

El procedimiento de suspensión de pagos tiene como objetivo reestructurar la empresa y sus deudas para preservar la actividad empresarial y la función social de la empresa mediante la creación de puestos de trabajo y el pago de impuestos, influyendo así en la circulación de la economía. Por lo tanto, existe un interés estatal en recuperar y mantener la actividad empresarial de la empresa en crisis. Uno de los requisitos para que los tribunales concedan la tramitación de la reorganización judicial de empresas deudoras en una crisis económica y financiera es que la empresa demuestre su viabilidad económica.

Durante la suspensión de pagos, el deudor y sus administradores continuarán desarrollando su actividad empresarial bajo la supervisión del Comité de Acreedores, si lo hubiere, y del Administrador Judicial[2].

El deudor deberá presentar un Plan de Reorganización Judicial que proporcionará el plan de pagos a sus acreedores, y que será votado en la Junta General de Acreedores. Por regla general[3], todas las clases[4] de los acreedores deben aprobar el plan por mayoría de los votos de los acreedores que asistan a la junta: los trabajadores y las microempresas o pequeñas empresas deben aprobar el plan sobre la base de cabezas, mientras que los acreedores garantizados y no garantizados deben aprobarlo tanto sobre la base de cabezas como del monto de los créditos.

A diferencia de lo que sucede en el procedimiento de suspensión de pagos, en el procedimiento de liquidación se destituirán a todos los gerentes y directores, y el administrador judicial designado por el tribunal administrará la masa de la quiebra y la representará ante los tribunales y en los contratos. La sociedad deudora será liquidada para que sus bienes puedan ser embargados y vendidos por el administrador judicial, y la cantidad obtenida pagará a los acreedores.

[2] Artículo 64 de la Ley de Quiebras de Brasil: "Durante el procedimiento de reorganización judicial, el deudor o sus administradores se mantendrán en la conducción de la actividad comercial, bajo la supervisión del Comité, si lo hubiere, y del administrador judicial"

[3] El tribunal de quiebras puede utilizar el mecanismo de "cram down" para aprobar un plan, si se cumplen algunos de los requisitos previstos en la Ley de Quiebras de Brasil.

[4] En los procedimientos de suspensión de pagos hay cuatro clases de acreedores que votan sobre el plan en la junta general de acreedores: i) clase I: acreedores laborales; ii) clase II: acreedores garantizados; (ii) clase III – acreedores no garantizados; y (iv) clase IV – micro y pequeñas empresas.

III. DIP Financing en Brasil antes de la Ley 14.112/2020

Hasta la promulgación de la Ley 14.112/2020, el Financiamiento DIP no era tan efectivo en Brasil debido a la falta de un marco legal estructurado sobre la Ley de Quiebras brasileña. Los acuerdos de financiamiento celebrados por el deudor después del pedido de suspensión de pagos se considerarían no concursales, o sea, no sujetos al plan de reorganización judicial. Sin embargo, la mera clasificación como no concursales no era suficiente para mitigar los riesgos financieros de una manera efectiva para incentivar a los inversionistas a otorgar este financiamiento.

El único artículo de la Ley de Quiebras en el que se examinaba el régimen aplicable a la financiación de un deudor bajo suspensión de pagos era el artículo 67, en el que se determinaba que los créditos derivados de obligaciones contraídas durante el procedimiento de suspensión de pagos deberían considerarse créditos no concursales, incluidos los derivados de contratos de préstamo. En los casos de un decreto de liquidación, debería seguirse la clasificación de prioridad de pago del artículo 83.

La falta de un marco estructurado hizo que los inversores temieran la incertidumbre, y el número de financiamientos DIP en el país se mantuvo relativamente pequeño hasta la modificación de la ley. Según un artículo publicado en el periódico "O Estado de São Paulo"[5], entre 2005 (promulgación de la Ley de Quiebras) y 2020 (modificación por la Ley 14.112/2020), hubo aproximadamente 13.500 solicitudes de suspensión de pagos y alrededor de 4.500 planes de reestructuración judicial aprobados. En ese período, solo hubo ocho casos de *DIP-Financing*, y solo seis se concluyeron:

a) Frigorífico Independência,
b) Infinity Bio-Energy,
c) OSX Group,
d) OSX Brasil,
e) OAS,
f) Viver, Incorporadora e Construtora,
g) Sucres et Denrées, and
h) Grupo Oi

Debido a la incertidumbre mencionada, el caso de OAS fue uno de los casos no concluidos mencionados y representa un precedente importante[6].

En OAS, la empresa tuvo la posibilidad de recibir R$ 800 millones (aproximadamente USD 131 millones en dicho momento) de un fondo de inversión internacional. El tribunal autorizó que se celebrara el acuerdo, pero algunos acreedores presentaron apelaciones contra la decisión. El tribunal de apelación determinó que el préstamo debía reducirse a R$ 500 millones y que las especificidades del acuerdo debían ser definidas por la junta general de acreedores. Debido a la falta de certezas después de que se presentaron muchos recursos, el fondo de inversión retiró su propuesta.

La OAS (ahora denominada COESA) presentó un nuevo procedimiento de suspensión de pagos años después, que se convirtió en liquidación. Sin embargo, el Tribunal Superior de Justicia revocó posteriormente el decreto de conversión.

La experiencia precedente demuestra que la concesión de "dinero nuevo" a la empresa en dificultades es esencial para su reestructuración. Esta es la razón principal por la cual la nueva ley decidió adoptar el régimen bien conocido en la experiencia internacional, específicamente en el *U.S Bankruptcy Code*, el Financiamiento DIP.

IV. DIP Financing en Brasil después de la Ley 14.112/2020

Una de las principales novedades que entró en vigor con la Ley 14.112/2020 fue la introducción de la Sección IV-A, que regula específicamente el nuevo financiamiento al deudor, en régimen de suspensión de pagos. A partir de esta modificación, Brasil comenzó a tener provisiones sobre Financiamiento DIP, de la siguiente manera:

El artículo 69-A dispone ahora que los tribunales de quiebras podrán, previa audiencia del comité de acreedores (si esté presente), autorizar al deudor a celebrar acuerdos de financiación garantizados por bienes y derechos

[5] ROCHA, André Ferreira da Rosa. O financiamento da empresa na recuperação judicial e no Chapter 11. Estadão, São Paulo, 12 jan. 2021. Disponible en https://politica.estadao.com.br/blogs/fausto-macedo/o-financiamento-da-empresa-na-recuperacao-judicial-e-no-chapter-11/. Consultado el 8 de diciembre de 2024.

[6] SÃO PAULO (Estado). TJSP, Recuperação Judicial 1030812-77.2015.8.26.0100. 2ª Vara de Falências e Recuperação Judicial. Juez: Paulo Furtado de Oliveira Filho. j. 02 mai. 2020.

pertenecientes a sus "activos no corrientes" para financiar sus actividades y los gastos de reestructuración o conservación del valor de sus activos.

Aunque el artículo 69-A exige autorización judicial como imprescindible, según Marcelo Sacramone[7], esta disposición debe interpretarse sistemáticamente con el artículo 66 de la Ley de Quiebras. En ese sentido, sólo será necesaria la autorización judicial para obtener financiamiento de actividades y gastos de reestructuración o para preservar el valor de los activos, con el gravamen o venta fiduciaria de bienes y derechos, si los acreedores, por junta general de acreedores o por vía alternativa de resolución, no hubieren aprobado el plan de reorganización judicial con la previsión de dichos medios de reestructuración.

Inspirado en la "*mootness doctrine*", la sección 69-B establece que incluso si hay una modificación en una decisión que autorizó el financiamiento DIP, después de que se haya realizado el desembolso del dinero, debido a la presentación de apelaciones, se mantendrá la clasificación posterior a la petición del financiamiento DIP y la garantía relacionada. Esta sección tiene como objetivo brindar más seguridad jurídica a los inversores en una jurisdicción como Brasil, que ofrece muchas oportunidades de apelación.

El artículo 69-C dispone que el deudor puede constituir un gravamen subordinado sobre el mismo bien que otro acreedor tenga en garantía (excepto en el caso de gravámenes de carácter fiduciario), previa aprobación del tribunal, sin necesidad de contar con el consentimiento de dicho acreedor.

El artículo 69-D dispone que, si la suspensión de pagos se convierte en una liquidación antes del desembolso total de los fondos por parte del acreedor financiero, la financiación DIP se termina automáticamente. Sin embargo, la garantía y la prioridad en el pago relacionadas con el Financiamiento DIP se conservan hasta el límite de los montos ya desembolsados por el acreedor.

El artículo 69-E permite que cualquier persona financie al deudor bajo suspensión de pagos, incluidos los acreedores (incluso si ya están sujetos a la reorganización judicial), los familiares, los socios y los miembros del grupo del deudor.

Por último, el artículo 69-F dispone que la financiación podrá ser garantizada o asegurada por cualquier persona o entidad, incluidos los propios deudores u otros miembros de su grupo, independientemente de que sean partes en la suspensión de pagos.

El avance en materia de seguridad jurídica y previsibilidad se señala en el artículo 69-A. Esto se debe a que, antes de la modificación de la Ley de Quiebras, el deudor en reorganización judicial y los prestamistas no contaban con una disposición expresa que autorizara los contratos de financiación después del pedido de suspensión de pagos. Ahora, la disposición de la citada sección confirma una práctica que, a pesar de ser ya haber sido utilizada antes de la reforma, era objeto de una serie de recursos de apelación interpuestos contra las decisiones que autorizaron los contratos de financiación. Esta situación, como hemos visto, creó un estado de incertidumbre inaceptable para los posibles prestamistas e inversores.

Los beneficios de las modificaciones ya se han visto desde principios de 2021. Para ilustrar los avances, en el siguiente punto, mencionamos dos precedentes exitosos relacionados con el Financiamiento DIP.

V. Precedentes de Éxito

(a) Grupo Moreno

El Grupo Moreno opera tres plantaciones de caña de azúcar en el "cinturón de la caña de azúcar" de Brasil, en la región central del estado de São Paulo, en el sureste del país. El productor de etanol de azúcar tiene la capacidad de cosechar alrededor de 1,2 millones de kilogramos de azúcar por día, mientras que su destilería puede producir 1 millón de litros de alcohol diarios[8].

En 2022, el Grupo Moreno obtuvo 700 millones de reales (aproximadamente US$126 millones en dicho momento) de Quadra Capital y Sucden en

[7] Sacramone, Marcelo Barbosa. Comentários à Lei de recuperação de empresas e falência – 2. ed. – São Paulo : Saraiva Educação, 2021. e-book

[8] Disponible en https://latinlawyer.com/article/bumper-harvest-and-dip-loan-help-brazils-moreno-exit-bankruptcy. Acceso el 12 de diciembre de 2024.

el Financiamiento DIP. El deudor utilizó los fondos para pagar el 70% de su deuda total. Para pagar el monto restante, el Grupo Moreno utilizó sus propios recursos, así como los ingresos que la compañía anticipaba recibir de un acuerdo de exportación que tenía con el comerciante de azúcar Sucden.

Cuando el grupo solicitó la suspensión de pagos por primera vez en octubre de 2019, las predicciones eran que la empresa tardaría al menos tres años en salir del proceso de reestructuración una vez que se aprobara la reorganización. Sin embargo, el DIP Financing permitió al Grupo Moreno salir del concurso de acreedores aproximadamente un año antes, con toda su deuda reestructurada.

(b) Grupo Oi

En junio de 2016, el Grupo Oi presentó su primera suspensión de pagos, para reestructurar deudas de casi R$ 65 billones (casi USD 19 billones en el momento). En diciembre de 2017, el Grupo Oi aprobó su primer plan de reorganización judicial después de un año y medio desde su presentación. En junio de 2020, Grupo Oi presentó una enmienda al plan de reorganización judicial, que fue aprobada por la junta general de acreedores en septiembre de 2020. En diciembre de 2022, el tribunal de quiebras del Grupo Oi determinó la terminación del procedimiento y del período de supervisión, después de más de seis años y con la restructuración de R$ 25 billones en deudas (casi USD 5 billones).

En marzo de 2023, citando factores impredecibles como la pandemia, el deterioro de la economía y el aumento de la tasa del dólar, el Grupo Oi presentó su segunda solicitud de suspensión de pagos. Según el Grupo Oi, el endeudamiento objeto del nuevo procedimiento era de aproximadamente 44.000 millones de reales[9].

Dado que la modificación de la Ley de Quiebras ya estaba en vigor, el Grupo Oi solicitó la autorización del tribunal para una financiación DIP como "financiación de emergencia", con el fin de mantener sus operaciones y su flujo de caja y, en consecuencia, permitir la continuación de la reestructuración.

Esta transacción se realizó con un grupo de acreedores financieros existentes de Oi, en particular los *bondholders* y los compradores de créditos resultantes de acuerdos con Agencias de Crédito a la Exportación, por un monto de USD 275 millones y garantizado por la venta fiduciaria de acciones de Oi en V. Tal – Rede Neutra de Telecomunicações SA, que luego se elevó a USD 400 millones. El Tribunal autorizó el financiamiento DIP y los montos se pusieron a disposición de los deudores.

[9]Disponible en https://latinlawyer.com/guide/the-guide-restructuring/third-edition/article/debtor-in-possession-financing-in-brazil-the-oi-case. Acceso el 9 de diciembre de 2024.

[10] Disponible en chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/4d705e6d-cd28-4747-8452-0a0a616e5243/da18123f-2822-1e98-2ce2-189bcda1c17c?origin=1. Acceso el 9 de diciembre de 2024

Después de la confirmación del DIP, el Grupo Oi presentó su plan de reorganización judicial con una disposición que permite a los deudores recaudar nuevos fondos por un monto de hasta 4 mil millones de reales, de conformidad con el artículo 67 de la Ley de Quiebras. El plan fue aprobado en abril de 2024. De acuerdo con una comunicación al mercado publicada el 8 de agosto de 2024[10], el Grupo Oi informó que completó el proceso de reestructuración de su deuda y mejoró su perfil de deuda obteniendo liquidez adicional, según lo previsto en el plan.

1. Conclusión

Las partes interesadas involucradas en las suspensiones de pagos en Brasil se dieron cuenta de que la antigua Ley de Quiebras brasileña no ofrecía suficientes incentivos para la expansión de las operaciones de DIP-Finance en el país.

En términos prácticos, la ley garantizaba un carácter no concursal a los prestamistas DIP, pero los seguía colocando en una posición inferior a varios otros acreedores no concursales en caso de conversión en liquidación. Además, había poca o ninguna seguridad jurídica con respecto a las garantías, ya que los acuerdos DIP podían ser revocados por el tribunal de apelación, lo que ponía al prestamista en una situación en la que el dinero ya podría haber estado disponible, sin garantías a cambio.

Por lo tanto, como se ha demostrado en este artículo, la introducción del financiamiento DIP bajo la Ley No. 14.112/2020 ha mejorado significativamente el marco de insolvencia brasileño al abordar cuestiones críticas de seguridad jurídica, prioridad de los acreedores y confianza de los inversores. Los primeros resultados son prometedores, y varias empresas ya han obtenido acuerdos de financiación DIP por valor de billones de reales en el primer año de la promulgación de la ley[11].

A medida que la práctica evoluciona, se espera que el financiamiento DIP desempeñe un papel crucial para facilitar la recuperación de las empresas en dificultades, mantener la continuidad del negocio y preservar los empleos, lo que en última instancia beneficiará a la economía en general. Si bien persisten desafíos, este progreso marca un cambio positivo hacia un sistema de insolvencia más favorable para los inversores en Brasil.

[11] Números disponibles en https://valor.globo.com/legislacao/noticia/2021/08/16/empresas-em-recuperacao-obtem-financiamentos-que-somam-r-3-bi.ghtml. Acceso el 9 de diciembre de 2024.

Mecanismos de alerta temprana para la recuperación
de deudas sin un procedimiento de reorganización judicial en Brasil

Autoras: Fernanda Bittencourt Loureiro y Ana Carolina Monteiro
Abogadas em MMLC Advogados (Mac Dowell, Melo & Leite de Castro Advogados), Brasil

El nuevo régimen de reorganización judicial, regulada por la Ley núm. 11.101/2005 (LRF), con las recientes modificaciones introducidas por la Ley núm. 14.112/2020, constituye una medida orientada a la recuperación de la empresa deudora que atraviesa una crisis económico-financiera temporal, la cual no alcanza la gravedad suficiente para conducirla a la quiebra.

El legislador observó que las modificaciones realizadas a la LRF en 2005 no resultaron plenamente eficaces para atender las necesidades de la sociedad contemporánea. En consecuencia, se promulgó la Ley núm. 14.112/2020, con el objetivo de dotar al ordenamiento jurídico de un instrumento más moderno, eficiente y útil, acorde con los intereses sociales.
Una de las principales preocupaciones del legislador en 2020 fue incorporar mecanismos "multipuerta" dentro del régimen de reorganización empresarial establecido por la LRF. Dichos mecanismos comprenden la Reorganización Judicial, la Medida Cautelar Anticipada, la Reorganización Extrajudicial y la Quiebra.

La innovación introducida por la Ley núm. 14.112/2020 a la Ley núm. 11.101/2005 (LRF), que regula los procedimientos de reorganización judicial, permite ahora la adopción de medidas preparatorias destinadas a anticipar los efectos de la reorganización judicial o incluso evitar la presentación de la solicitud correspondiente (artículos 6, §12, y 20-B de la LRF).
Conforme al artículo 6, §12, la medida cautelar provisional tiene por finalidad proteger a las partes frente a daños o riesgos de daño que pudieran afectar el resultado del procedimiento de reorganización, permitiendo al juez anticipar, total o parcialmente, los efectos de la decisión que concede la tramitación de la reorganización judicial.

En otras palabras, el §12 del artículo 6 establece un modelo que permite anticipar los efectos de la "suspensión automática" —el período de 180 días durante el cual se suspenden las demandas y ejecuciones en contra del deudor— a favor de deudores que aún no hayan reunido toda la documentación o los requisitos necesarios para presentar formalmente una solicitud de Reorganización Judicial o Extrajudicial.

Es importante destacar que, para la concesión de la medida provisional anticipada, el deudor debe demostrar el cumplimiento de los presupuestos esenciales del amparo cautelar. La norma es clara al exigir la demostración de los requisitos de la tutela provisional previstos en el artículo 300 y siguientes del Código de Procedimiento Civil (CPC); es decir, la probabilidad del derecho alegado y el peligro de daño o riesgo al resultado útil del proceso (CPC, art. 303).

La legitimación del procedimiento se justifica mediante la demostración de que el deudor posee la calidad y las condiciones necesarias para solicitar la reorganización judicial. Corresponde asimismo al solicitante probar su legitimación como empresario (conforme al art. 1 de la LRF) y cumplir con los demás requisitos objetivos previstos en el artículo 48, además de presentar toda la documentación esencial que acredite su situación de crisis económico-financiera y el monto de sus pasivos (art. 51).

Una vez cumplidos los requisitos para su concesión, la medida provisional puede anticipar total o parcialmente los efectos de la decisión que admite la tramitación de la reorganización judicial. En consecuencia, se entiende que la medida provisional no puede exceder los efectos propios del procedimiento principal de reorganización, por la razón evidente de que una medida accesoria no puede ser más

amplia que el procedimiento principal mismo.

La reorganización judicial o extrajudicial no es más que una forma de anticipar los efectos que, de otro modo, solo se producirían con la presentación del procedimiento principal, es decir, con la distribución de la solicitud de reorganización judicial o extrajudicial. Una vez concedida la medida cautelar, el deudor dispondrá de treinta (30) días para presentar formalmente la solicitud de reorganización judicial o extrajudicial, bajo pena de pérdida de su eficacia.

Este mecanismo fue concebido por el legislador a partir de la comprensión de que, con frecuencia, existe un desfase entre la urgencia de obtener la protección judicial y el tiempo necesario para reunir los documentos exigidos para la presentación formal del procedimiento de reorganización judicial o extrajudicial.

Por otro lado, el artículo 20-B, §1º, de la LRF prevé la posibilidad de conceder una medida provisional para permitir que los créditos sean negociados en un procedimiento no sujeto a las disposiciones clásicas de la LRF, estableciendo que:

"las ejecuciones propuestas contra el deudor podrán ser suspendidas por un plazo de hasta sesenta (60) días, con el fin de intentar una composición con sus acreedores en un procedimiento de mediación o conciliación ya iniciado ante el Centro Judicial de Solución de Conflictos y Ciudadanía (Cejusc)"[1]

Desde el punto de vista procesal, en el caso de la medida provisional prevista en el §1º del artículo 20-B de la Ley núm. 11.101/2005, esta debe entenderse como una tutela interlocutoria; es decir, el régimen puede, en efecto, ser autónomo, siempre que la mediación se realice con el propósito de formalizar un acuerdo operativo entre las partes involucradas, el cual, conforme a la ley, no generará una solicitud de reorganización judicial o extrajudicial, y por tanto no debe considerarse una medida provisional en sentido estricto.

Ello se debe a que, si el objeto de la mediación se alcanza —cualquiera que sea el acuerdo logrado entre deudor y acreedores—, no existe necesidad de presentar la demanda principal, en este caso, la reorganización judicial o extrajudicial. Por tanto, puede considerarse que el instituto actúa de manera autónoma.

La medida cautelar anticipada de la reorganización judicial es, por tanto, un mecanismo utilizado como medio para crear un entorno de negociación equilibrada entre los acreedores convocados por el deudor a participar en la mediación.

Asimismo, es importante señalar que, con el fin de orientar a jueces, abogados y demás operadores jurídicos sobre los aspectos controvertidos de la materia, el Consejo Nacional de Justicia (CNJ) aprobó en 2023 quince (15) precedentes.

Entre otros puntos, estos precedentes tratan sobre los requisitos para la concesión de la medida provisional, los sujetos alcanzados por sus efectos, su plazo inicial, la forma de cálculo de su vigencia (hasta 60 días), y las condiciones para su revocación.

No obstante el contenido objetivo y relevante de dichos precedentes y sus respectivas justificaciones, algunas cuestiones parecen haber generado ambigüedades. Un ejemplo es el significado de la expresión

[1] https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2004/2006/2005/lei/l11101.html. Access on: 11/06/2024

"definición exacta" de los acreedores invitados a participar en el procedimiento de mediación o conciliación (Precedente 1).

Ello se debe a que, más allá de la identificación nominal, la implementación efectiva de estos mecanismos de resolución consensual de conflictos exige información adicional sobre los acreedores, así como todos los datos de contacto disponibles del deudor relacionados con el asunto.

Del mismo modo, el Precedente 9 plantea la cuestión de si la revocación de la medida provisional puede depender únicamente de la manifestación de cualquier acreedor, incluso no invitado, que demuestre que el deudor no impulsa o retrasa indebidamente el desarrollo regular de la mediación o conciliación, o si debe requerirse la intervención efectiva del mediador o conciliador.

Finalmente, el Precedente 10 aborda el momento en que deben cumplirse los requisitos legales previstos en el artículo 48 de la LRF, a fin de que el deudor pueda solicitar la referida medida provisional.

Si las cuestiones antes mencionadas no resultaran suficientemente claras, surgen otras derivadas de la aparente controversia entre los precedentes y la Ley núm. 13.140/2015, la cual regula específicamente el instituto de la mediación.

Así, los precedentes establecen que el procedimiento se considera iniciado desde la solicitud del deudor ante el Cejusc del tribunal competente o ante la cámara privada para emitir las invitaciones a los acreedores (Precedente 2). Sin embargo, el artículo 17 de la Ley núm. 13.140/2015 dispone que la mediación se considera instaurada en la fecha en que se programa su primera sesión.

Incluso si el legislador hubiera exigido que el deudor demuestre la verosimilitud de su derecho —y, por tanto, cumpla con el requisito legal para la concesión de la medida provisional conforme al artículo 20-B, §1º, de la Ley núm. 11.101/2005—, la ley no define expresamente la fecha de inicio del período de mediación o conciliación.

Asimismo, los precedentes no aclaran una cuestión de gran relevancia práctica, frecuentemente malinterpretada, relativa a que la no prórroga del plazo de suspensión de las ejecuciones solo se refiere a la eficacia de la medida provisional (Precedente 3). Esto se debe a que el artículo 28 de la Ley núm. 13.140/2015 permite que las partes soliciten la extensión del procedimiento de mediación más allá del plazo de 60 días, si así lo desean.

En otras palabras, la mediación puede prorrogarse si el deudor y los acreedores invitados que aceptaron participar desean continuar con las negociaciones.

Persisten, sin embargo, otras cuestiones que desafían la interpretación, como la relativa a la vinculación exclusiva de los acreedores que fueron invitados a participar en la mediación o conciliación —aun cuando no hayan aceptado la invitación— a los efectos de la medida cautelar referida (Precedente 6).

Por un lado, dado que esta limitación no se encuentra expresamente prevista en el texto del artículo 20-B, §1º, de la LRF, la formulación de invitaciones a todos los acreedores podría resultar contraproducente para la implementación efectiva de dichos procedimientos y para la correcta

reorganización del deudor. Además, esta distinción podría generar plazos desiguales entre acreedores de una misma clase, al descontar el período de suspensión de hasta 60 días del llamado *automatic stay*, en caso de una futura reorganización judicial o extrajudicial (art. 20-B, §3º, de la LRF).
Por otro lado, la medida provisional no debería vincular a terceros que no forman parte del procedimiento, ni fomentar el abuso del sistema —por ejemplo, mediante solicitudes de la medida con el único fin de ganar tiempo—, lo que podría perjudicar aún más a los acreedores.

Estas cuestiones ilustran cómo la mediación, la conciliación y la medida cautelar anticipada prevista en el artículo 20-B, §1º, de la LRF deben seguir siendo objeto de discusión y análisis profundo, a fin de que la lógica del procedimiento preconcursal y las valiosas directrices contenidas en los precedentes aprobados en el I Congreso de Fonaref sean correctamente comprendidas y, sobre todo, adecuadamente aplicadas en los casos concretos. De lo contrario, existe el riesgo de no alcanzar el entorno institucional de aplicación de la LRF que fue precisamente la intención del legislador al promulgar la Ley núm. 14.112.

A la luz de lo anterior —y sin extendernos en cuestiones innecesarias—, concluimos que las medidas preparatorias son cada vez más esenciales en el derecho empresarial, considerando los cambios socioeconómicos y de mercado de la sociedad contemporánea. Estas contribuyen tanto a prevenir la reorganización judicial o la quiebra, como a proporcionar tiempo al deudor para reunir la documentación necesaria a fin de presentar su solicitud de reorganización judicial o extrajudicial.

Finalmente, resulta lógico concluir que las medidas que permiten negociaciones tempranas, ya sea en el ámbito judicial o extrajudicial, tienden a reflejar los altos índices de éxito ya observados en dichos procedimientos, siempre que el marco legal y las herramientas disponibles para los deudores en situación de crisis sean utilizados de forma adecuada.

Reevaluando el Debate sobre el COMI:
Perspectivas desde una Economía Emergente (Brasil)

Autora: Sabrina María Fadel Becue
Investigadora postdoctoral en Derecho Comercial, Universidad de São Paulo, Brasil (2021-2024)

1.Introducción:

La Ley Modelo de la CNUDMI sobre la Insolvencia Transfronteriza (MLCBI, por sus siglas en inglés), que recientemente celebró su 25° aniversario, es ampliamente reconocida como un instrumento analizado en profundidad tanto por académicos como por tribunales. Al igual que otras tecnologías legales desarrolladas por la CNUDMI, la MLCBI y su Guía para la Incorporación al derecho interno emplean una terminología neutral, evitando alinearse con tradiciones jurídicas específicas o regímenes de insolvencia preexistentes. Para cumplir con sus objetivos, la MLCBI introduce conceptos nuevos (Art. 2) y establece un mecanismo único para la cooperación judicial internacional: el reconocimiento de procedimientos extranjeros (Art. 15).

A pesar de su función como herramienta de armonización legislativa, la MLCBI opera mediante un poder persuasivo (*soft power*), requiriendo que los países se convenzan de los beneficios de adoptar sus disposiciones. Para superar la resistencia o indiferencia nacional, los legisladores deben reconocer que la MLCBI genera innegables beneficios económicos y comerciales – una expectativa que quizás explique su lenta adopción. No obstante, el uso de un lenguaje neutral y un enfoque pragmático, si bien facilita el consenso, tiene un costo: la interpretación sigue siendo un desafío crítico y complejo que potencialmente puede comprometer la efectiva realización de los objetivos de la MLCBI.

Un componente clave de la MLCBI, y de otras leyes modelo propuestas por la CNUDMI, es el concepto del Centro de sus Principales Intereses (COMI, por sus siglas en inglés). A pesar de su importancia fundamental, la MLCBI no proporciona una definición de COMI, y los tribunales han divergido y aún no han alcanzado una interpretación clara y uniforme. El concepto de COMI se desarrolló en la década de 1980, reflejando un panorama comercial muy diferente, aún no dominado por corporaciones multinacionales o una economía digital. Hoy en día, la movilidad global del capital y la naturaleza interconectada de las transacciones comerciales no resultan en regulaciones armonizadas ni en estándares legales uniformes que aborden las consecuencias de dichas relaciones comerciales.

El debate sobre las ventajas del COMI en el marco de la MLCBI se intensificó a finales de 2023, cuando un grupo de destacados académicos presentó una carta a la CNUDMI proponiendo la eliminación del concepto de la Ley Modelo[1]. Los profesores Anthony J. Casey, Aurelio Gurrea-Martínez y Robert K. Rasmussen[2] son los principales defensores de esta propuesta, sugiriendo su reemplazo por un mecanismo de orden privado denominado "Regla del Compromiso" (“The Commitment Rule”).

Según esta teoría, la regla del COMI genera una incertidumbre legal significativa, aumenta los costos del litigio y fomenta comportamientos oportunistas en el período previo a los procedimientos de insolvencia. Los profesores

[1] Disponible en: https://ccla.smu.edu.sg/sgri/blog/2023/09/15/towards-new-approach-choice-insolvency-forum.

[2] Casey, Anthony J., and Joshua C. Macey, Bankruptcy Shopping: Domestic Venue Races and Global Forum Wars, 37 Emory Bankr. Dev. J. 463 (2021); Gurrea-Martínez, Aurelio, Reinventing Insolvency Law in Emerging Economies (Cambridge Univ. Press 2024); Casey, Anthony, Aurelio Gurrea-Martínez, and Robert K. Rasmussen, A Commitment Rule for Insolvency Forum (Jan. 23, 2024), European Corporate Governance Institute - Law Working Paper No. 754/2024, USC CLASS Research Paper No. 24-13, Singapore Management University School of Law Research Paper No. 5/2024, Univ. of Chicago Coase-Sandor Inst. for Law & Econ. Research Paper No. 1003, available at http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4704029.

argumentan que la regla del COMI "hinders access to finance and destroys jobs and wealth, even if insolvency never occurs."[3]. Por el contrario, la Regla de Compromiso, tal como la proponen, permite a los deudores seleccionar pública y vinculantemente su foro de insolvencia con antelación, incorporando esta elección en la constitución de su empresa. Su principal ventaja radica en su capacidad para beneficiar a empresas constituidas en jurisdicciones con legislación de reestructuración ineficaces, permitiéndoles elegir un foro que sirva mejor a todas las partes interesadas. En esencia, la Regla de Compromiso busca crear un escenario de beneficio mutuo al alentar a los deudores a considerar cuidadosamente y designar un foro que se alinee con los intereses de todas las partes antes de que surja una crisis financiera.

Aunque su propuesta ha generado un debate significativo, eliminar el concepto de COMI de la MLCBI socavaría sus objetivos y el principio fundamental del universalismo modificado. Esta postura se respalda por varias razones, tres de las cuales son particularmente relevantes desde la perspectiva de una economía emergente.

Primero, porque el COMI no es un concepto que se pueda eliminar sin comprometer la estructura de la MLCBI. Sirve como la base para identificar el procedimiento principal, lo que luego determina la medida de asistencia disponible al reconocer un procedimiento extranjero. Además, el reconocimiento no debe considerarse una mera formalidad; es un mecanismo cuidadosamente diseñado para fomentar lazos más estrechos y una cooperación sostenida entre los países. Esto puede ser menos evidente para los países de Common Law, pero para aquellos basados en la tradición del Civil Law, las herramientas de cooperación internacional existentes han demostrado ser inadecuadas para los asuntos de insolvencia. Diseñadas para ejecutar decisiones judiciales estables específicas o actos procesales aislados, estas herramientas no logran fomentar la colaboración jurisdiccional extensa y continua que la insolvencia transfronteriza requiere. Aunque la cooperación entre jurisdicciones no se limita al procedimiento de reconocimiento, es difícil imaginar que los jueces en países de Civil Law y en países en desarrollo se sientan cómodos dialogando directamente con autoridades extranjeras solo porque sus países hayan adoptado una ley modelo transnacional o, peor aún, basada en un mecanismo de ordenación privada. La comprensión de un tribunal reconocedor funcionando como un tribunal auxiliar es relativamente nueva para muchos países, y delinear los límites de su jurisdicción plantea desafíos significativos. Sin embargo, el proceso de reconocimiento, junto con las medidas discrecionales que se pueden conceder, proporciona a los tribunales locales cierto grado de control sobre la adecuación de las solicitudes en relación con sus propias leyes. A pesar de sus imperfecciones, el COMI sirve para distinguir entre procedimientos de insolvencia principales y no principales, identificando así la jurisdicción competente y sus implicaciones para las reglas de quiebra aplicables[4]. Si bien se podría argumentar que la Regla de Compromiso no afectaría el proceso de reconocimiento, esta afirmación es solo parcialmente precisa. Diversos mecanismos de reconocimiento de sentencias están bien establecidos en el Derecho Internacional Privado; sin embargo, históricamente han demostrado ser ineficaces

[3] CASEY, Anthony; GURREA-MARTÍNEZ, Aurelio; RASMUSSEN, Robert K.. A Commitment Rule for Insolvency Forum, p. 6.

[4] Jay Lawrence Westbrook, Locating the Eye of the Financial Storm, 32 Brook. J. Int'l L. (2007).

en el contexto de la insolvencia. Lo que distingue la estructura de la CNUDMI es el reconocimiento de procedimientos extranjeros basado en su conexión con el centro de administración del deudor o su actividad económica. Estos vínculos son esenciales para garantizar que el reconocimiento esté alineado con los objetivos más amplios de la insolvencia transfronteriza.

Segundo, reemplazar el COMI con un mecanismo de ordenación privada, como la "Regla de Compromiso", socava un principio fundamental de la MLCBI: el universalismo modificado. La noción de que el deudor y sus principales acreedores están mejor posicionados para seleccionar la *lex fori concursus* oculta una práctica selectiva de "*forum shopping*" que beneficia solo a unas pocas jurisdicciones, mientras pone en peligro el ideal de universalismo. Es importante destacar que la MLCBI no es una regulación de insolvencia y no fue concebida para regular los derechos de los acreedores y deudores. En cambio, ofrece un punto intermedio promoviendo la cooperación entre jurisdicciones. Y el universalismo modificado no es una versión reconfigurada del universalismo; más bien, representa un reconocimiento pragmático y realista de que ningún país renunciará a su soberanía y aplicará ciegamente los fallos extranjeros. Es un ideal de universalismo impregnado de consideraciones territoriales, reconociendo que diversos factores sociales y políticos deben ser sopesados en los procedimientos de insolvencia. En otras palabras, la insolvencia no es simplemente un mecanismo para la ejecución colectiva de deudas. Los países se comprometen con los textos de CNUDMI basados en la creencia de que serán tratados de manera equitativa y tendrán un papel activo en la gestión de casos de insolvencia transfronteriza, sin comprometer su soberanía. Sin embargo, la adhesión a la MLCBI depende en gran medida de la disposición de los tribunales para reconocer fallos extranjeros y cooperar con las autoridades de otros países. Para un país en desarrollo que ha adoptado recientemente la MLCBI, como Brasil, una cláusula de selección de foro relegaría a estas naciones a ser meras jurisdicciones "estampadoras" ('rubber-stamp'), avalando pasivamente las decisiones tomadas por tribunales extranjeros mientras dejan de lado sus propias políticas sociales. Como señaló inicialmente Ian Fletcher[5], el enfoque predominante de la territorialidad permite que su propia ley de quiebras se extienda a través de las fronteras, mientras niega los efectos de las decisiones extranjeras sobre los activos locales del deudor. Esto refleja una actitud parroquial y no cooperativa. Solo en teoría, la "Regla de Compromiso" o teorías similares basados en contratos parecen apoyar un principio de universalismo modificado. En la práctica, sin embargo, su mecanismo de ordenación privada fomenta un punto de vista unilateral dictado por una sola jurisdicción seleccionada por actores privados, sin tener en cuenta las políticas sociales que afectan a otras partes interesadas. Este mecanismo agrava los problemas inherentes al universalismo puro—un marco idealista y poco realista—pero, al centralizar el poder judicial basándose únicamente en una cláusula de selección privada, crea un efecto negativo similar al territorialismo. El tribunal elegido privadamente puede sentirse empoderado a nivel global porque los principales activos están ubicados en el extranjero; sin embargo, como un foro seleccionado de manera privada, es probable que esté menos dispuesto a cooperar con jurisdicciones extranjeras. La regla de compromiso es una teoría basada en contratos; sin embargo, se aparta del principio fundamental del consentimiento unánime y tiende a favorecer el foro elegido por el deudor o algunos acreedores influyentes.

Tercero, el procedimiento principal debe ser determinado por los acreedores, ya que es el que dicta principalmente la elección de la ley de insolvencia aplicable. La Regla de Compromiso se aleja de criterios independientes y objetivos, aumentando la incertidumbre legal, ya que los acreedores poderosos pueden presionar a los deudores para cambiar la cláusula de selección de foro varias veces a lo largo del curso de la actividad empresarial. Si bien es cierto que el COMI puede ser trasladado o manipulado—muchos tribunales han aceptado los conceptos de "migración del COMI" y "buen forum shopping"— su reubicación generalmente se evalúa a la luz de los intereses de todos los

[5] "The more usual approach [of territorialism] however has been one whereby the State regards its own, domestic bankruptcy laws as producing universal effects, particularly it the debtor's relationship with the country is a close one which enables the case to be classified as a 'domiciliary' proceeding. On the other hand, the notion of territoriality is applied towards foreign proceedings involving debtors with property or other interests which lie within the jurisdiction of the State in question: by denying the capability of the foreign proceedings to produce any effects regarding that part of the debtor's patrimony, the way is left open for local actions to be taken by any party with standing to exercise rights over it." (FLETCHER, Ian F. Insolvency in Private International Law. 2Nd edition. Oxford University Press, 2011, p. 13).

acreedores y partes interesadas actuales, una vez que se inicia el procedimiento de insolvencia y se tienen en cuenta las consideraciones de política social. En cambio, la Regla de Compromiso opera como un mecanismo no transparente, elegido privadamente, que carece de las garantías de un escrutinio judicial más amplio. La noción de que los acreedores vulnerables serán adecuadamente protegidos a través de las reglas de preferencia en la clasificación del crédito y que el incumplimiento de la preferencia crediticia por la jurisdicción elegida por el deudor debe constituir un fundamento para negar la solicitud de reconocimiento, es una respuesta insuficiente a una importante política social. Además, el concepto de acreedores vulnerables está lejos de ser sencillo. Los estados difieren significativamente en la forma en que definen los grados de vulnerabilidad y evalúan la capacidad de la ley de insolvencia para proteger a tales acreedores. Otro desafío surge de la posible desalineación entre el momento de las solicitudes de reconocimiento y la exigibilidad de los créditos preferenciales. Los acreedores vulnerables a menudo carecen de la experiencia técnica y los recursos financieros necesarios para presentar sus reclamaciones en un procedimiento extranjero. CNUDMI ha invertido esfuerzos significativos en promover la cooperación. La Ley Modelo debería mejorar la cooperación directa y el reconocimiento de procedimientos extranjeros, en lugar de socavar estos esfuerzos añadiendo fundamentos adicionales para negar la cooperación.

3. Conclusión:

El último cuarto de siglo ha expuesto varias deficiencias en el concepto de COMI, y los profesores Anthony J. Casey, Aurelio Gurrea-Martínez y Robert K. Rasmussen merecen reconocimiento por haber generado este debate crítico. Sin embargo, a pesar de sus limitaciones y espacio para mejorar, el COMI sigue siendo la segunda mejor opción disponible. Además, la MLCBI está fundamentalmente construida alrededor del concepto de COMI, y eliminar este pilar central desestabilizaría todo el sistema. En lugar de avanzar en el principio del universalismo modificado—que fomenta que los estados desarrollen soluciones de manera colaborativa—estas propuestas tienden a privatizar la selección de foro, socavando los objetivos centrales de la MLCBI.

Mi principal preocupación, sin embargo, radica en la respuesta de las economías emergentes. Los países que han adoptado recientemente la MLCBI o están contemplando su adopción pueden ser reacios a reconocer decisiones extranjeras si se hace evidente que los lazos comerciales de una empresa con su país de origen son irrelevantes, y que el orden privado determina la jurisdicción. Si bien las cláusulas de selección de foro son aceptables en relaciones contractuales—dado su fundamento en el consentimiento mutuo y la autonomía privada—la ley de insolvencia opera bajo principios fundamentalmente diferentes, priorizando los intereses colectivos sobre las preferencias privadas. Esperar que los jueces cooperen completamente con autoridades extranjeras cuando una empresa está constituida en su jurisdicción, pero elige usar un tribunal extranjero para la reorganización es irrealista. Este problema se agrava aún más en los países de Civil Law, donde la comunicación judicial directa y la cooperación son menos establecidas. La noción de que ciertos países ofrecen régimen de reestructuración superiores es engañosa y no debería justificar las cláusulas de selección de foro. CNUDMI y otras organizaciones internacionales deberían centrarse en dotar a todas las naciones con una legislación sólida y eficaz, en lugar de crear una dicotomía entre centros de resolución de disputas (de insolvencia) y jurisdicciones periféricas. Además, los sistemas legales mejoran a través de la aplicación práctica y la interacción con casos reales, lo que hace que la experiencia práctica sea un motor esencial para el refinamiento legislativo.

La Tokenización en los procesos de reestructuración empresarial bajo la ley de activos digitales de El Salvador

Autora: Juliana Fukusima Sato
Directora Regional de IWIRC Latin America, El Salvador

La incorporación de activos digitales en los procesos de reestructuración empresarial representa una frontera emergente en los mercados financiero y jurídico. Aunque existen desafíos significativos, las oportunidades que surgen son considerables. La decisión de El Salvador, en 2021, de adoptar el Bitcoin como moneda de curso legal marcó un hito en la relación entre los gobiernos y el mercado de criptomonedas. Paralelamente, el país promulgó un marco legal específico para la emisión pública de activos digitales, ampliando así el espectro de mecanismos de financiación e inversión disponibles en su jurisdicción. En este contexto, instrumentos como el *DIP financing* (*Debtor-in-Possession financing*), ampliamente utilizados en legislaciones de insolvencia, también pueden beneficiarse de la integración de activos digitales, ofreciendo a los inversores nuevas alternativas para apoyar la reestructuración de empresas.

Frente a estos desafíos, la legislación salvadoreña en materia de activos digitales se presenta como una solución innovadora. Al regular la emisión de activos digitales, proporciona un marco claro y seguro para la tokenización, convirtiéndola en una alternativa estratégica tanto para inversores como para empresas, incluso las que se encuentran en proceso de reestructuración. El objetivo de este artículo es explorar cómo la tokenización puede beneficiar a estas empresas bajo la tutela de este innovador sistema regulatorio.

Para efectos de este artículo, se considerará la definición de tokenización propuesta por la Comisión Nacional de Activos Digitales de El Salvador, que la define como el "*proceso de convertir los derechos sobre un activo en un token digital en una cadena de bloques. Esta representación digital permite la negociación o transferencia segura y transparente de activos, como bienes raíces o acciones. Básicamente, la tokenización facilita la digitalización de activos, lo que permite transacciones más rápidas y eficientes*."[1]

La Ley de Emisión de Activos Digitales de El Salvador, establecida por el Decreto Legislativo n.º 643 del 11 de enero de 2023, ha abierto nuevas oportunidades de financiamiento e inversión al autorizar la emisión de ofertas de activos digitales con características de deuda, propiedad e ingresos. Esta legislación permite que las empresas que cumplan los requisitos legales y regulatorios pertinentes puedan constituirse como emisores y emitir tokens que aprovechen las ventajas de la tecnología, al mismo tiempo que cuentan con la seguridad jurídica que ofrece la normativa.

Dada la creciente necesidad de alternativas para obtener fondos, especialmente en sectores en reestructuración, esta ley ofrece posibilidades valiosas a aquellas empresas que enfrentan barreras de acceso al crédito. Las empresas en procesos de reestructuración financiera tienen grandes dificultades para acceder a financiación. Entre los principales factores que dificultan este acceso se encuentran la percepción de riesgo elevado por parte de las instituciones financieras y los inversores, lo que reduce significativamente su disposición a conceder crédito o a invertir en estas compañías.

Además, la falta de liquidez y la naturaleza ilíquida de muchos de sus activos, como bienes inmuebles o inventarios especializados, limitan su capacidad para ofrecer garantías. Por último,

[1]Disponible en: https://cnad.gob.sv/es/preguntas-frecuentes/ - Acceso en: 28 de noviembre de 2024

la inestabilidad en sus flujos de caja y la incertidumbre sobre su capacidad para cumplir con obligaciones futuras incrementan las tasas de interés y las condiciones restrictivas, dificultando aún más el acceso al crédito. Como consecuencia, estas empresas a menudo se ven obligadas a liquidar sus activos a precios muy depreciados o, en casos más extremos, a declararse en quiebra.

En este contexto, la tokenización de activos digitales surge como una solución potencial, que podría superar varias de las dificultades señaladas, ya que permite convertir activos, inclusos los más difíciles de liquidar, en instrumentos de inversión accesibles y respaldados por tecnología blockchain. Según lo propuesto por el órgano regulador, la CNAD, ejemplos de activos que pueden ser tokenizados incluyen "*propiedades inmobiliarias, acciones, obras de arte y objetos de colección, materias primas como oro o petróleo, propiedad intelectual como patentes o derechos de autor, y fondos de inversión como los fondos de inversión inmobiliaria (REITs) o fondos de capital de riesgo. La tokenización proporciona oportunidades de propiedad fraccionada a los inversores y mayor accesibilidad a diversas clases de activos dentro del mercado financiero.*"[2]

Así, la capacidad de transformar activos en tokens digitales se presenta como una herramienta fundamental. Esta capacidad ofrece nuevas posibilidades a las empresas para superar los obstáculos y ofrecer una alternativa que no requiere la liquidación forzosa de activos ni la contratación de préstamos onerosos. La tokenización se convierte así en una opción estratégica para las empresas en reestructuración financiera.

La clave de este enfoque innovador radica en la seguridad jurídica que proporciona la legislación, ya que no solo regula la creación de tokens, sino que también establece un marco normativo claro para su uso, lo que genera un entorno de confianza que permite la emisión de activos digitales con respaldo legal. Aunque la ley salvadoreña establece algunos principios fundamentales, debe considerarse como un marco legal, ya que establece una infraestructura jurídica y técnica orientada a este sector.

Uno de los avances significativos de esta ley es la creación de la Comisión Nacional de Activos Digitales (CNAD), una entidad gubernamental responsable de regular y supervisar la creación y comercialización de estos activos, garantizando seguridad, transparencia y conformidad con la legislación del país. La CNAD es la encargada de autorizar el funcionamiento de las empresas dentro de este ecosistema, lo que crea un entorno adecuado para el desarrollo seguro de nuevos proyectos.

Otro avance importante introducido por la ley fue la inclusión del inciso cuarto del artículo 3, que fue agregado por el Decreto Legislativo nº 781, de 17 de julio de 2023[3], y que reformó la ley en algunos aspectos. Este inciso establece que los tokens emitidos bajo el régimen de la ley tienen la naturaleza jurídica de títulos ejecutivos. De esta forma, según lo dispuesto en el artículo 457 del Código Procesal Civil y Mercantil de El Salvador[4] los títulos ejecutivos son aquellos documentos cuya ejecutividad está determinada por la ley, ya que es la ley quien establece cuáles documentos tienen fuerza

[2] Disponible en: https://cnad.gob.sv/es/preguntas-frecuentes/ - Acceso en: 28 de noviembre de 2024

[3] Disponible en: https://www.asamblea.gob.sv/sites/default/files/documents/decretos/DA8F5A99-0267-4830-AA47-D03C37413608.pdf - Acceso en 29 de noviembre de 2024

[4] Disponible en: https://www.cnj.gob.sv/index.php/publicaciones-cnj/80-codigo-procesal-civil-y-mercant il-de-el-salvador - Acceso en: 28 de noviembre de 2024

ejecutiva.

En este sentido, según la jurisprudencia del país[5]: "*Los Títulos Ejecutivos son documentos extrajudiciales, en el sentido que no han atravesado el filtro de la tutela judicial (...) Un Título Ejecutivo entonces, es un instrumento fehaciente no judicial, pero cuya autenticidad atribuida por la ley, lo califica como el soporte del Juicio Ejecutivo. (...) Llevar aparejada Fuerza Ejecutiva significa poseer aptitud eficiente y suficiente para reclamar un derecho auténtico a través del Juicio Ejecutivo, que en sí mismo reúne una serie de características procesales adecuadas a su esencia. Así las cosas, la finalidad del Juicio Ejecutivo es alcanzar el cumplimiento de una obligación cierta e indudable que consta en un antecedente auténtico*".

Por lo tanto, los tokens otorgan al inversor un derecho "líquido y cierto" que le permite ejecutar directamente los derechos reales o créditos asociados a los activos subyacentes, sin necesidad de ninguna fase de cognición o reconocimiento judicial previo. Esto significa que los tokens no pueden emitirse de forma aislada.

La normativa define tres tipos de ofertas de activos digitales: (i) deudas, son aquellas que establecen un crédito de la entidad emisora o de otra entidad a favor del adquirente; (ii) propiedades, con aquellas que establecen un derecho de propiedad a favor del adquirente en la entidad emisora o en otra entidad; (iii) ingresos, son aquellas que establecen un derecho del adquirente a recibir ingresos o flujos de dinero fiduciario o activos digitales de cualquier naturaleza, incluyendo ganancias, utilidades o distribución de rendimientos.

De esta manera, el token actúa como una representación digital del activo real (ya sea deuda, propiedad o ingresos), con una característica importante: su ejecución directa. Al adquirir un token, el titular no solo obtiene una representación del activo, como ocurriría con un contrato tradicional o un certificado de deuda, sino un derecho legal para ejecutar la obligación asociada al activo en caso de incumplimiento.

Al ser un marco legal también define los participantes del mercado, especificando sus atribuciones, responsabilidades y requisitos para operar con activos digitales. Además de la entidad reguladora mencionada, se establecieron también los siguientes participantes privados del mercado: (i) los Proveedores de Servicios de Activos Digitales, entidades privadas autorizadas para brindar servicios relacionados con activos digitales mediante actividades de infraestructura de mercado, como custodia, ejecución de órdenes de compra y venta, distribución y administración de activos digitales propios y de terceros; (ii) los Certificadores, responsables del análisis de la emisión pública desde los aspectos financieros, legales y tecnológicos, que identifican los riesgos para garantizar mayor claridad y transparencia en el mercado; y (iii) los Emisores, entidades privadas encargadas de la emisión de los tokens, responsables de la veracidad y comprobación de la información y los respaldos de la oferta, y de presentar mecanismos eficaces para controlar y gestionar los fondos recaudados en la oferta y dirigirlos según lo previsto en la oferta pública.

[5] Disponible en: https://www.jurisprudencia.gob.sv/DocumentosBoveda/E/1/2010-2019/2019/09/DD DF9.HTML - Acceso en: 28 de noviembre de 2024

La legislación otorga a estos participantes privados ciertos beneficios fiscales y exención de tributación sobre los rendimientos generados a partir de los activos digitales. El objetivo de este incentivo fiscal es crear un ambiente aún más atractivo para la emisión de ofertas públicas de activos digitales, en beneficio de emisores e inversionistas.

A partir de este marco, se observa que el país ha construido y desarrollado un entorno que garantiza que los activos digitales tengan su existencia y análisis de riesgo certificados, y que se asegure su distribución, negociación y custodia en el mercado por parte de proveedores de servicios regulados, garantizando que se sigan los niveles de cumplimiento y las recomendaciones de los principales organismos mundiales[6] en estas ofertas.

Un aspecto importante de la experiencia de El Salvador es que, a diferencia de otros países que debaten la integración entre el mercado financiero tradicional y las finanzas descentralizadas, en busca de un tratamiento similar para activos digitales y activos financieros tradicionales, El Salvador adoptó un enfoque distinto. El movimiento regulatorio en el país priorizó la tecnología para comprender el potencial, la eficiencia y la optimización que la blockchain ofrece a los activos. De esta forma, la legislación se ha ido construyendo para definir a los participantes del mercado y sus responsabilidades, lo que ha permitido gradualmente la conexión entre los diferentes mercados.

Como releva la Ley de Emisión de Activos Digitales de El Salvador se presenta una alternativa prometedora para las empresas en reestructuración, ya que les permite explorar nuevas formas de financiamiento mediante la tokenización de activos.

Los principales aspectos positivos de este enfoque son los siguientes: la creación de un entorno regulatorio específico que garantiza seguridad y transparencia; el reconocimiento de los tokens como títulos ejecutivos, lo que otorga a los inversionistas derechos claros y directos sobre los activos subyacentes; y los beneficios fiscales asociados a la emisión de activos digitales, que hacen que el mercado sea más atractivo tanto para emisores e inversionistas. Además, la infraestructura jurídica y técnica establecida por la Comisión Nacional de Activos Digitales (CNAD) propicia un espacio seguro para la negociación y comercialización de estos activos.

Sin embargo, es crucial reconocer que el mercado de activos digitales en El Salvador y el mundo aún está en continuo desarrollo. Aunque la legislación ofrece un marco regulatorio robusto, existen riesgos asociados que actualmente no pueden evaluarse completamente. Por lo tanto, aunque que la tokenización puede representar una solución innovadora y estratégica para empresas en reestructuración, es fundamental que estas organizaciones realicen un análisis cuidadoso de los riesgos involucrados y estén en día de las tendencias en este espacio en constante evolución. La adopción de activos digitales debe ser acompañada de una planificación estratégica y un análisis cuidadoso, para poder maximizar las ventajas de esta herramienta disruptiva mientras se gestionan adecuadamente los riesgos asociados.

[6] Financial Action Task Force

Debtor-in-Possession (DIP) Financing in the Dominican Republic:

Normative Foundations, Lack of Implementation, and a Practical Path Toward Operability

Author: Pamela Benzán Arbaje
Partner at Guzmán Ariza, Dominican Republic

I. Introduction

Debtor-in-possession financing (commonly referred to as DIP financing) is one of the most sophisticated instruments in contemporary insolvency law. Its purpose is to enable economically viable but temporarily illiquid companies to access financing during restructuring proceedings, thereby ensuring the continuity of operations, preserving employment, and maximizing the value of the debtor. In the most advanced systems, DIP financing is a structural component of the insolvency process: it not only sustains the debtor's viability but also increases the likelihood of successful reorganization plans.

In the Dominican Republic, Law No. 141-15 on Restructuring and Liquidation of Businesses and Individual Merchants, together with its Implementing Regulation No. 20-17 (recently amended by Decree 38-25 of 2025), provides a regulatory framework capable of admitting court-supervised financing during restructuring with priority of payment. Although the legislation does not use Anglo-American terminology nor replicate the mechanisms of the U.S. Bankruptcy Code, it contains the essential elements needed to structure a functional DIP mechanism.

However, to date no DIP financing has been formally approved in the Dominican Republic. This is not due to judicial denials, but rather to the lack of viable requests: companies undergoing restructuring have been unable to secure commitments from potential financiers, meaning that a DIP proposal has never reached the stage of judicial consideration. As a result, proceedings have relied primarily on asset sales or the divestiture of entire business units to remain in operation and restructure their debts.

The gap between normative sufficiency and practical inexistence does not arise from legislative shortcomings, but from operational and institutional coordination barriers: the absence of regulatory guidance for banks, financial institutions' caution regarding recovery risks, the lack of a specialized market for insolvency financing, and administrative obstacles that hinder the implementation of court-ordered measures. This reality contrasts with comparative experiences—particularly U.S. Chapter 11 and the UNCITRAL Legislative Guide—where DIP financing succeeds not because of expansive statutes but because of predictable institutional environments, agile judicial processes, and inter-agency cooperation.

II. Dominican Legal Framework: A Functionally Adequate System

Dominican law contains the essential elements of an operational post-petition financing regime. Articles 78 and 87 of Law 141-15 establish that the contracting of new credit and the creation of security interests during the conciliation and negotiation stage may only be approved upon a formal proposal by the conciliator, taking into account the position of the majority of creditors and subject to express judicial authorization. Through this design, the law positions the conciliator as an institutional filter and guardian of the collective interest, preventing the debtor from incurring extraordinary indebtedness without oversight.

From a comparative perspective, the Dominican *conciliador* performs a role equivalent to the Chapter 11 trustee in the United States or to the insolvency administrator in various Ibero-American and European jurisdictions. The function is not limited to supervision: it includes

validating and channeling strategic decisions that affect the insolvency estate. Although the initiative to seek DIP financing may originate with the debtor—as in Chapter 11—the Dominican model requires the conciliator to be the party that formally submits the request to the court. Thus, no post-petition financing can reach the court without the conciliator's substantive support, making the conciliator's proposal an indispensable statutory requirement. The conciliator therefore acts as an intermediary between debtor, creditors, and the court, ensuring that any proposed DIP financing aligns with the collective interest rather than unilateral needs of the debtor.

Under Article 87, the court may authorize new financing intended to ensure the continuity of ordinary operations, provided that the majority of creditors do not object. These credits are repaid with the priority established in Article 86 for obligations incurred after the commencement of the proceeding. Furthermore, the court may authorize the creation of new security interests, even over previously encumbered assets, as long as the pre-existing secured creditor consents and the majority of creditors do not oppose.

Although Law 141-15 does not employ the terminology *superpriority*, the legal-economic effect is equivalent: credits authorized under Articles 86 and 87 acquire priority over pre-petition claims, ranking immediately after labor claims and the expenses of the proceeding—including remuneration of insolvency administrators and auxiliary officers—thereby functioning as genuine privileged post-petition claims.

Nonetheless, and as indicated above, despite this robust normative framework, no formal DIP financing has yet been authorized in practice.

III. Comparative Reference and International Doctrine: Chapter 11, UNCITRAL, and the Economic Theory of DIP Financing

U.S. Chapter 11 stands as the paradigmatic model of DIP financing. Its effectiveness stems not merely from the normative content of section 364, but from a highly developed institutional ecosystem. Federal courts operate under accelerated procedures—*first-day motions*—that permit approval of financing within days or even hours, preventing business interruption and ensuring operational continuity. Moreover, the regulatory architecture provides certainty and explicit protections for lenders, facilitating the development of a professionalized DIP lending market composed of investment banks, specialized funds, and financial institutions willing to assume insolvency-related risks under stable and predictable rules.

Importantly, U.S. DIP financing is not monolithic. Section 364 establishes a ladder of protections designed to attract financing at different levels of risk, ranging from (i) unsecured ordinary-course credit, to (ii) secured or administrative-priority credit, and ultimately to (iii) more intrusive mechanisms such as the *priming lien*, which allows displacement of existing secured creditors as long as the affected creditor receives "adequate protection." This gradation confirms that DIP financing is not a single instrument but a set of functional tools designed to incentivize liquidity inflows in insolvency scenarios.

Comparative scholarship supports this tiered approach. As noted by Aurelio Gurrea Martínez and Adolfo Rouillón[1], advanced systems recognize different forms of superpriority for new money: (i) priority over administrative expenses, (ii) security interests over unencumbered assets, (iii) junior liens over encumbered assets, and in exceptional cases, (iv) the possibility of granting a lien senior to an existing one (priming lien). This catalogue mirrors the functional logic of Chapter 11 and demonstrates that enhanced protection for post-petition financing is a global phenomenon adapted to the risks assumed by the lender.

Economic analysis further endorses this architecture. DIP financing reduces liquidation costs, prevents value destruction, and increases

[1] [1] Gurrea Martínez, A., & Rouillón, A. (2021). Derecho de la insolvencia: Un enfoque comparado y funcional (pp. 138–140). Tirant lo Blanch.

the survival probability of viable firms. Without strengthened protections, rational lenders would have no incentive to provide liquidity to insolvent companies, resulting in systemic contraction of credit availability. However, Gurrea Martínez and Rouillón warn that more intrusive tools—particularly priming liens—may create tensions with ex ante contractual certainty, as they alter priority structures of validly constituted secured interests. Thus, such mechanisms are economically efficient only when they generate net value for the estate and ensure adequate protection for affected creditors.

The UNCITRAL Legislative Guide converges with these principles. UNCITRAL promotes enabling courts to authorize post-petition financing with priority over pre-existing claims and, where essential, secured by estate assets, subject always to necessity, proportionality, transparency, and judicial supervision. This philosophy aligns with Dominican law: Article 3(vi) of Law 141-15 enshrines value maximization as a guiding principle, and mandatory participation of the conciliator in evaluating and proposing new financing provides an institutional safeguard against opportunistic debtor decisions.

Yet both doctrine and international experience agree on a crucial point: DIP financing must be tailored to the institutional sophistication of each jurisdiction. In countries with highly specialized insolvency judiciaries—such as the United States or Singapore—priming liens are viable because judges can rigorously assess economic necessity and adequate protection. By contrast, in jurisdictions with lower institutional development, scholars recommend limiting their use to exceptional cases or conditioning approval on secured-creditor consent to preserve credit-market predictability.

In this respect, although the Dominican model shares the structural logic of Chapter 11—preservation of the going concern, continuity of management, and priority for new credit—it still lacks the institutional architecture and financial ecosystem needed for practical operability. Developing judicial guidelines, administrative protocols, and prudential criteria is thus essential to operationalize the comparative tools that the Dominican framework already contemplates in normative terms.

IV. The Gap Between Norm and Practice: Implementation Challenges

Although the Dominican regulatory framework contains the essential elements for DIP operability, its practical implementation faces structural barriers that prevent the mechanism from functioning as an effective value-preservation tool. These limitations stem not from legislative deficiencies but from the absence of coherent institutional architecture enabling effective execution of the tools provided by Law 141-15. The principal obstacles include:

1. Lack of regulatory guidance for the banking sector: Financial institutions lack prudential criteria defining the accounting, regulatory, and risk treatment of court-authorized DIP credit. This absence of guidelines creates reputational uncertainty and doubts regarding recoverability, discouraging banks from participating in post-petition financing.

2. Administrative obstacles and weak inter-agency coordination: The Arconim case illustrates administrative execution problems. Even with a confirmed plan and a registered restructuring trust, the tax authority (DGII) denied a court-ordered insolvency-related tax exemption, preventing the transfer of assets needed to implement the plan. This demonstrates that court orders are ineffective unless administrative agencies, registries, and financial institutions operate under coordinated criteria.

3. Absence of accelerated judicial mechanisms: The lack of procedural tools comparable to Chapter 11 first-day motions limits courts' ability to decide urgent financing requests quickly. Without expedited processes, liquidity needs of the going concern cannot be addressed within operationally viable time frames.

4. Absence of specialized financial actors: The Dominican Republic lacks specialized funds, institutional investors, or a secondary market for post-petition financing. Without a financial ecosystem oriented toward DIP lending, the pool of potential lenders is drastically limited, hindering the possibility of viable DIP requests.

More broadly, comparative experience shows that the effectiveness of insolvency orders depends on minimum institutional alignment. Cases such as Arconim and TMS highlight that without inter-agency coherence, judicial decisions lose effectiveness both domestically

and cross-border. The lesson is clear: for DIP financing to function as a strategic tool for business preservation, the legislation must be supplemented by institutional coordination, administrative guidelines, and procedural mechanisms that guarantee actual implementation.

V. Conclusions and Recommendations for an Operational DIP Regime

The effective implementation of DIP financing in the Dominican Republic does not require amending Law 141-15. The legal framework already exists; what remains is to consolidate the institutional infrastructure that enables practical execution of the tools envisioned in the statute. Having identified existing barriers, the country can move toward a functional DIP regime through a set of complementary operational and regulatory measures.

First, it is essential for the Superintendency of Banks to issue prudential guidelines recognizing the legal priority of court-authorized post-petition credit and defining its accounting, regulatory, and risk treatment. Without such criteria, banks face uncertainty and are unlikely to participate in post-petition financing operations.

Second, the Judiciary should adopt uniform procedural protocols allowing urgent financing requests to be processed and decided within time frames compatible with the liquidity needs of the going concern. These protocols could standardize the minimum information required—cash-flow budget, loan terms, proposed collateral, conciliator's report, and assessment of adequate protection for affected creditors—ensuring both speed and transparency. Although Dominican law does not contemplate provisional orders akin to Chapter 11, a clear and accelerated procedure would allow courts to decide promptly based on predictable and uniform criteria.

Third, inter-agency coordination among the Judiciary, DGII, Ministry of Finance, Property Registry, Mercantile Registries, and other public registries must be strengthened. As shown in the Arconim case, a judicial order is ineffective without administrative and registral protocols enabling immediate execution. Joint criteria for registering restructuring trusts, updating mercantile certificates and tax registries, recording secured-transaction annotations, and applying insolvency-related exemptions would significantly enhance operability.

Fourth, restructuring trusts could serve as essential vehicles for channeling DIP funds; however, doing so effectively requires the creation of a specific regulatory framework governing such instruments. Their segregated-asset structure—combined with dual oversight by the conciliator and the court—can offer transparency, control, and legal certainty for potential financiers, as well as conditional disbursements linked to operational milestones. Specialized regulation is therefore crucial to standardize their operation, ensure compatibility with insolvency orders, and build confidence among banks and institutional investors.

Fifth, at the financial-ecosystem level, participation by development banks and public funds dedicated to business support could serve as a catalytic mechanism, sharing the risk of initial DIP loans and encouraging progressive entry by private banks, as seen in Mexico and Colombia. In parallel, fostering a specialized financial ecosystem—including distressed-asset funds, institutional investors, and eventually a secondary market—would professionalize post-petition financing and increase capital availability for restructuring companies.

Taken together, these measures do not amend Law 141-15 nor require legislative reforms; rather, they build the operational architecture needed to make DIP financing effectively usable. Their adoption would transform a legally sound framework into a practical instrument for business preservation, value creation, and strengthening of the Dominican insolvency system.

Ultimately, the country already has the legal architecture necessary to implement DIP financing; what remains is to complete the institutional engineering needed to convert this statutory possibility into an effective tool. An operational DIP regime would strengthen creditor and lender confidence, equip the Dominican insolvency framework with tools comparable to those of more advanced jurisdictions, and contribute to developing a more dynamic, efficient, and competitive restructuring ecosystem. The challenge is no longer conceptual but practical: building an environment in which DIP financing is not only legally possible, but functionally viable.

Behind the Numbers:
What No One Tells You About Corporate Turnaround:

When crisis arrives and default becomes a reality,
emotions surface... real value is defined amid conflict,
and decision-making demands a specialized set of skills.

Author: Cristina Gómez Clark
Managing Director at Alvarez and Marsal, Colombia.

For more than twenty years, I have worked in corporate restructuring and transformation processes. My deepest understanding of bankruptcy and insolvency, however, did not begin as a financial expert or as an investment banking professional, but from within a business-owning family, when my father's construction company collapsed during Colombia's UPAC crisis in the late 1990s.

That early experience revealed a truth my professional practice would later confirm repeatedly: **corporate crises are shaped as much by human behavior as by liquidity constraints and balance sheets**. In a crisis, every participant in the business ecosystem is affected—entrepreneurs, executives, employees, customers, suppliers, and creditors—each bringing their own fears, urgencies, and narratives to the table.

The first battle in any crisis is never technical, nor does it lie in searching for solutions within *business as usual*. It is, above all, **recognizing that the company is entering a critical situation** and accepting that, without extraordinary liquidity measures and a willingness to break from the status quo, recovery becomes increasingly unlikely.

Turnarounds are often described as predominantly financial exercises: debt renegotiation, cash stabilization, capital structure redesign, or organizational adjustments. Yet in most cases, outcomes are driven by less visible forces: organizational denial, stakeholder tension, decision paralysis, and the way leaders process risk under pressure.

Frequently, organizations cling to the expectation that the "next deal" will turn things around, rely on marginal cost cuts that temporarily ease liquidity pressure, or pursue additional funding under the assumption that the problem is merely a short-term gap to be bridged.

In my experience, a sustainable turnaround requires aligning—beyond multiple strategic and tactical measures—**three fundamental dimensions simultaneously**, and enforcing uncompromising discipline across them: finance, governance, and human behavior. Ignoring any one of these dimensions accelerates value destruction and can hasten liquidation.

1. Denial as the First Barrier

In the early stages of distress, the primary barrier is rarely technical; it is psychological.

In many companies, executive teams continue to speak of "a bad quarter" even when indicators already point to structural deterioration. I have been in those meetings. I have seen highly capable CEOs explain with conviction why the market "will adjust," why "the next contract will ease the pressure," or why "sales will rebound in the second half." They are not lying; they need to believe it.

Accepting crisis means confronting reputational and personal loss. The literature is clear: when faced with painful information, the human mind tends to defend itself before it corrects itself (Festinger, 1957; Kahneman, 2011).
At this stage, denial is no longer evenly distributed. It often concentrates among owners, CEOs, and senior executives who still believe they can "save" the situation. Meanwhile, suppliers become acutely aware of payment delays;

employees begin to feel pressure from customers and vendors; and concern spreads throughout the organization.

In restructuring processes, denial carries tangible financial and human consequences: liquidity is consumed and never recovered, credit lines are exhausted, credibility with creditors erodes, talent leaves, and leadership teams begin operating under increasing fatigue and anxiety.

The cost is high and cumulative. Each lost quarter reduces access to less disruptive alternatives—fresh capital, early agreements, or orderly divestments.

Those of us who work in distress observe this repeatedly: **business owners tend to seek help too late**. In our experience at Alvarez & Marsal in Colombia—while this is a global phenomenon, it is particularly pronounced in Latin America—it is not uncommon for one or even two years to pass before professional advice is sought.

The difference between early and late intervention often marks the boundary between a complete and sustainable turnaround and an imminent bankruptcy with value destruction for all stakeholders.

2. Conflicting Interests: The Structural Tension of Turnaround

Once the crisis is acknowledged, the true architecture of the problem emerges: misaligned incentives. Financial creditors, suppliers, employees, shareholders, and regulators operate under different time horizons and risk profiles. And yet, the system stalls.

Research on complex negotiation shows that even when solutions exist that would benefit all parties, participants often behave as if trapped in a zero-sum game (Fisher, Ury & Patton, 1991). In practice, this leads to delays, growing mistrust, and cumulative emotional exhaustion.

An effective restructuring, by contrast, is an exercise in collective optimization. The advisor must design governance mechanisms that reduce zero-sum perceptions and realign incentives toward preserving a viable business.

This requires credible information, clear and transparent rules, well-defined priorities, and sequenced negotiation processes aimed at maximizing value recovery for all stakeholders. When these elements fail, litigation often replaces strategy—destroying value along the way.

3. Decision Paralysis: The Underestimated Risk

Crises punish indecision more severely than well-informed mistakes. Yet many organizations respond with "more analysis" and "more scenarios," postponing decisions that will inevitably need to be made.

The root of this paralysis is largely reputational. Acting entails exposure; not acting sustains the illusion of control. Meanwhile, cash erodes, counterparties harden positions, and room to maneuver shrinks.

In a turnaround, not every decision will be optimal, but it is always easier to correct an imperfect decision than to make none and allow the market to decide on behalf of the company. Time does not pause. Each lost week reduces options; each ambiguous communication erodes trust; each delay reinforces the narrative that "it is already too late."

Boards with clear decision frameworks and explicit liquidity-prioritization rules tend to preserve more value than those that mistake prudence for inaction (Boin et al., 2017).

4. The Invisible Layer: Identity, Pride, and Loyalties

The emotional component of turnaround is often overlooked in planning, yet it is always present in execution. Founders, business owners, CEOs, and employees cling to structures that symbolize their personal and professional journeys; executives delay necessary measures to protect teams built over many years.

Organizational psychology has shown that emotional attachment to prior models can

outweigh any forecast (Weick & Sutcliffe, 2007). At this point, the restructuring professional ceases to be merely an analyst and becomes, inevitably, an emotional translator: someone capable of explaining harsh realities without humiliation, sustaining difficult conversations without destroying relationships, and converting fear into responsible action.

Not to save egos—but to preserve value. In this context, the combination of empathy and discipline significantly increases the likelihood of successful implementation.

5. An Act of Courage and Ethical Responsibility

Every restructuring ultimately faces an unavoidable question: **if value is insufficient, how should the cost be shared?**

Technical tools allow scenarios to be modeled; leadership determines priorities. Processes that promise "zero pain" quickly lose credibility. By contrast, those that communicate limits early and distribute sacrifice explicitly tend to stabilize consensus.

In a turnaround, all actors give up value. Some employees must exit to preserve remaining jobs; shareholders forgo dividends for years; suppliers accept concessions to sustain viable customers; financial creditors grant extensions, interest reductions, and in some cases, principal write-downs.

This collective sacrifice maximizes overall recovery and avoids the zero-sum outcome in which everyone loses. It also contrasts with the macroeconomic cost of denying second chances—unlike mature distress markets, where restructuring represents a meaningful share of economic activity and value preservation.

In this context, ethical leadership ceases to be rhetoric and becomes an operating method. The literature is clear: transparency in difficult times builds legitimacy, even when decisions are painful (Brown & Treviño, 2006).

At Alvarez & Marsal, ethics is not viewed as a rhetorical ornament, but as an operational asset: without trust, no plan is executed.

6. What Works in Practice

Across industries and geographies, consistent patterns emerge: early recognition of crisis, aligned governance, transparent communication, and disciplined execution. These conditions reduce litigation, preserve internal and external credibility, and narrow the gap between plan and reality.

These lessons do not replace financial analysis; **they make it executable**.

Conclusion: The Dual Language of Turnaround

Finance explains the mechanics of deterioration. Human behavior explains its speed and direction.

After many years accompanying companies through extreme situations, I have observed that business owners and creditors who remain in denial or seek solutions within *business as usual* ultimately find themselves driven toward liquidation.

A successful turnaround is not merely about designing the right model. It is about **creating the organizational conditions to make timely decisions**.

That, ultimately, is the role of the crisis advisor: to govern numbers, people, and expectations simultaneously—and to consistently challenge the status quo.

The Evolution of DIP Financing in Brazilian Bankruptcy Law

Authors: Victoria Vaccari Villela y Diana Freire de Queiroz Barros
Victoria Vaccari Villela and Diana Freire de Queiroz Barros

I. Introduction

Especially during times of financial distress, debtors need new money to maintain their business activity and pay their employees and vendors as their cash flow is otherwise compromised. However, after the filing of an insolvency proceeding, it is harder for debtors to find investors willing to put money in the company due to the financial risks involved.

That is the impetus for the relevance and importance of Debtor-In-Possession Financing ("DIP Financing"). DIP Financing is widely used as an efficient restructuring mechanism, and it aims to provide the debtor company with enough capital to continue operating the business and managing the restructuring. It offers critical financial support to companies in distress that remain operationally viable and addresses the challenge of attracting investors who might otherwise be reluctant due to the inherent risks of an insolvent business.

In 2020, Brazil enacted Law No. 14.112, which introduced significant changes to Law No. 11.101/2005 (Brazilian Bankruptcy Law), aiming to improve the effectiveness of the insolvency proceeding. One of the most important innovations was the inclusion of provisions for DIP financing, which were absent from the law until then. Amongst the changes we highlight:

(i) the express provision allowing debtor financing during judicial reorganization;
(ii) the impossibility of altering the priority status of the claim resulting from the financing contract and the related collateral, even if the authorizing decision is later modified on appeal, provided that the disbursement has already been made;
(iii) the establishment of subordinated liens in favor of the lender, except in cases of fiduciary sale or assignment; and
(iv) the possibility of third parties acting as lenders and guarantors of the company undergoing judicial reorganization.

The DIP Financing mechanism is designed to provide companies undergoing restructuring with the necessary capital to maintain operations, pay employees, and other essential expenses while reorganizing their debts. Inspired by successful international practices, particularly the U.S. Bankruptcy Code's Section 364[1], this legal framework seeks to balance the interests of creditors and investors by offering greater legal

[1] 11 U.S. Code § 364 - Obtaining credit. (a) If the trustee is authorized to operate the business of the debtor under section 721, 1108, 1183, 1184, 1203, 1204, or 1304 of this title, unless the court orders otherwise, the trustee may obtain unsecured credit and incur unsecured debt in the ordinary course of business allowable under section 503(b)(1) of this title as an administrative expense. (b) The court, after notice and a hearing, may authorize the trustee to obtain unsecured credit or to incur unsecured debt other than under subsection (a) of this section, allowable under section 503(b)(1) of this title as an administrative expense. (c)If the trustee is unable to obtain unsecured credit allowable under section 503(b)(1) of this title as an administrative expense, the court, after notice and a hearing, may authorize the obtaining of credit or the incurring of debt—(1) with priority over any or all administrative expenses of the kind specified in section 503(b) or 507(b) of this title; (2) secured by a lien on property of the estate that is not otherwise subject to a lien; or (3) secured by a junior lien on property of the estate that is subject to a lien. (d) (1)The court, after notice and a hearing, may authorize the obtaining of credit or the incurring of debt secured by a senior or equal lien on property of the estate that is subject to a lien only if—(A) the trustee is unable to obtain such credit otherwise; and (B) there is adequate protection of the interest of the holder of the lien on the property of the estate on which such senior or equal lien is proposed to be granted. (2) In any hearing under this subsection, the trustee has the burden of proof on the issue of adequate protection. (e) The reversal or modification on appeal of an authorization under this section to obtain credit or incur debt, or of a grant under this section of a priority or a lien, does not affect the validity of any debt so incurred, or any priority or lien so granted, to an entity that extended such credit in good faith, whether or not such entity knew of the pendency of the appeal, unless such authorization and the incurring of such debt, or the granting of such priority or lien, were stayed pending appeal. (f) Except with respect to an entity that is an underwriter as defined in section 1145(b) of this title, section 5 of the Securities Act of 1933, the Trust Indenture Act of 1939, and any State or local law requiring registration for offer or sale of a security or registration or licensing of an issuer of, underwriter of, or broker or dealer in, a security does not apply to the offer or sale under this section of a security that is not an equity security.

certainty and priority protections for post-petition financing. The evolution of DIP Financing in Brazilian law marks a step forward in enhancing the country's insolvency processes, bringing more legal certainty to investors and more efficiency in corporate restructuring.

II. Brazilian Insolvency Proceedings and the Judicial Reorganization – "Recuperação Judicial"

Federal Law No. 11,101/2005 ("Brazilian Bankruptcy Code"), amended by Law 14.112/2020, establishes three insolvency proceedings: (i) judicial reorganization, (ii) extrajudicial reorganization, and (iii) liquidation.

The judicial reorganization proceeding aims to restructure the company and its debts to preserve business activity and social function by providing jobs and paying taxes, thus influencing matters of economic interest. Therefore, there is a state interest in recovering and maintaining the company's business activity in crisis. One requirement for the courts to grant the processing of the judicial reorganization of debtor companies in an economic and financial crisis is that the company demonstrates its economic viability.

During the judicial reorganization proceedings, the debtor and its administrators shall continue the development of its business activity under the supervision of the Creditors' Committee, if any, and the Judicial Administrator[2].

The debtor shall file a Judicial Reorganization Plan which will provide the payment plan for their creditors, and which shall be voted on at the General Creditors Meeting. As a rule[3], all classes[4] of creditors must approve the plan by the majority of the votes of creditors attending the meeting: labor and microenterprises or small businesses must approve the plan on a headcount basis, while secured and unsecured creditors must approve it both on a headcount and amount-of-claims basis.

Unlike the judicial reorganization proceeding, in the liquidation proceeding, all the managers and directors will be removed, and the court-appointed judicial administrator will manage the bankruptcy estate and represent it with the courts and in contracts. The debtor company will be liquidated so that its assets can be seized and sold by the judicial administrator, and the amount obtained will pay the creditors.

III. DIP Financing in Brazil before Law 14.112/2020

Until the enactment of Law 14.112/2020, DIP Financing was not as effective in Brazil because of the lack of a structured legal framework on Brazilian Bankruptcy Law. The financing agreements entered into by the debtor after the filing were considered post-filing and not subject to the judicial reorganization plan. However, the mere classification as post-filing was not enough to mitigate the financial risks in an effective way to incentivize investors to grant this financing.

The only section in Brazilian Bankruptcy Law that discussed the regime applicable to the financing of a debtor under Judicial Reorganization was Section 67, which determined that claims arising from obligations contracted during the judicial reorganization proceeding should be considered post-petition administrative claims, including those arising from loan agreements. In cases of a liquidation decree, the payment preference classification of Section 83 should be followed.

The lack of a structured framework caused investors to fear the uncertainty, and the number of DIP Financings in the country remained

[2] Section 64, Brazilian Bankruptcy Code: "Durante o procedimento de recuperação judicial, o devedor ou seus administradores serão mantidos na condução da atividade empresarial, sob fiscalização do Comitê, se houver, e do administrador judicial, salvo se qualquer deles"

[3] The bankruptcy court may use the 'cram down' mechanism to approve a plan, if some requirements provided at the Brazilian Bankruptcy Code are met.

[4] There are four classes of creditors in judicial reorganization proceedings that vote on the plan at the general creditors' meeting: (i) class I – labor creditors; (ii) class II – secured creditors; (ii) class III – unsecured creditors; and (iv) class IV – micro and small businesses.

relatively small until the modification of the law. According to an article published in the newspaper "O Estado de São Paulo"[5], between 2005 (enactment of Brazilian Bankruptcy Law) and 2020 (amendment by Law 14.112/2020), there were approximately 13.500 judicial restructuring requests, and around 4.500 judicial restructuring plans approved. In such period, there were only eight cases of DIP-*Financing*, and only six were concluded:

a) Frigorífico Independência,
b) Infinity Bio-Energy,
c) OSX Group,
d) OSX Brasil,
e) OAS,
f) Viver, Incorporadora e Construtora,
g) Sucres et Denrées, and
h) Oi Group

Due to this uncertainty, the OAS case was one of the mentioned not concluded cases and represents an important precedent[6].

In OAS, the company had the possibility to receive BRL 800 million (approximately USD 131 million at the time) from an international investment fund. The court authorized the terms of the agreement to be entered into, but some creditors filed appeals against the decision. The court of appeals determined that the loan should be reduced to BRL 500 million and that the terms of the agreement should be defined by the general creditors meeting. Due to the lack of certainty after many appeals were filed, the investment fund withdrew its proposal.

OAS (now named COESA) filed a new judicial reorganization proceeding years later which was converted into liquidation. However, the Superior Court of Justice later revoked the conversion decree.

Precedent and experience show that the granting of "new money" to the company under distress is essential to its restructuring. This is the main reason why the new law decided to adopt the regime well known in international experience, specifically in the U.S legal framework, the DIP Financing.

IV. DIP Financing in Brazil after Law 14.112/2020

One of the main innovations that came into effect with Law 14.112/2020 was the introduction of Section IV-A, that specifically regulates new financing to the debtor, under judicial reorganization. From this modification on, Brazil began to have provisions on DIP Financing, as following:

Section 69-A now provides that the bankruptcy courts may, after hearing the creditors' committee (if present), authorize the debtor to enter into financing agreements secured by assets and rights belonging to its 'non-current assets' to finance its activities and the expenses of restructuring or preserving the value of its assets.

Although section 69-A requires judicial authorization as essential, according to Marcelo Sacramone[7], this provision must be interpreted systematically with section 66 of Brazilian Bankruptcy Law. On that sense, judicial authorization shall only be necessary to obtain financing for activities and restructuring expenses or to preserve the value of assets, with the encumbrance or fiduciary sale of assets and rights, if the creditors, by the general creditors meeting or alternative means of resolution, have not approved the judicial reorganization plan with the provision for said means of restructuring.

Inspired by the mootness doctrine, section 69-B provides that even if there is a modification on a decision that authorized DIP financing, after the disbursement of the money has been made, because of the filing of appeals, the post-petition classification of the DIP financing and the related collateral will be maintained. This section aims to provide more legal certainty to investors in a jurisdiction like Brazil, that provides many appeal opportunities.

Section 69-C provides that the debtor may create a subordinated lien over the same asset held in collateral by another creditor (except for liens of a fiduciary nature), upon court's approval, without the need for such creditor's consent.

[5] ROCHA, André Ferreira da Rosa. O financiamento da empresa na recuperação judicial e no Chapter 11. Estadão, São Paulo, 12 jan. 2021. Available at https://politica.estadao.com.br/blogs/fausto-macedo/o-financiamento-da-empresa-na-recuperacao-judicial-e-no-chapter-11/. Access on December 8, 2024.

[6] SÃO PAULO (Estado). TJSP, Recuperação Judicial 1030812-77.2015.8.26.0100. 2ª Vara de Falências e Recuperação Judicial. Julgador: Paulo Furtado de Oliveira Filho. j. 02 mai. 2020.

Section 69-D provides that if the judicial reorganization is converted into a liquidation before the full disbursement of funds by the financing creditor, the DIP financing is automatically terminated. However, the collateral and the priority in payment related to the DIP Financing are preserved up to the limit of the amounts already disbursed by the creditor.

Section 69-E allows any person to finance the debtor in a judicial reorganization, including creditors (even if already subject to the judicial reorganization), family members, partners and members of the debtor's group.
Finally, section 69-F provides that the financing may be guaranteed or secured by any person or entity, including the debtors themselves or other members of their group, regardless of whether they are parties to the judicial reorganization.

The advance on legal certainty and predictability is noted in section 69-A. This is because, before the amendment to the Brazilian Bankruptcy Law, the debtor under judicial reorganization and the lenders did not have an express provision authorizing the financing contracts post-filing. Now, the provision of the abovementioned section confirms a practice that, despite already being used before the reform, was subject to the outcome of a series of appeals filed against the decisions authorizing the financing agreements. This situation, as we have seen, created a state of unacceptable uncertainty for potential lenders and investors.

The benefits of the modifications have already been seen since the beginning of 2021. To illustrate the progress, in the following item, we mention two successful precedents involving DIP Financing.

V. Successful Case Law

(a) Moreno Group

Moreno Group operates three sugar cane plantations in Brazil's "sugar cane belt" in the central region of the south-eastern state of São Paulo. The sugar-ethanol producer has the capacity to harvest around 1.2 million kilograms of sugar per day, while its distillery can produce 1 million liters of alcohol daily[8].

In 2022, Moreno Group obtained 700 million reais (approximately US$126 million at the time) from Quadra Capital and Sucden in the DIP Financing. The debtor used the funding to repay 70% of its total debt. To pay off the remaining amount, Moreno Group used its own cash as well as revenue that the company anticipated receiving from an export agreement it held with sugar trader Sucden.

When the group first filed for bankruptcy protection in October 2019, predictions were that it would take the company at least three years to exit the restructuring process once the reorganization was approved. However, DIP Financing allowed the Moreno Group to exit insolvency proceedings around one year earlier, with all its debt restructured.

(b) Oi Group

On June 2016, Oi Group filed its first judicial reorganization request, to restructure debts of almost BRL 65 billion (almost USD 19 billion at the time). On December 2017, Oi Group approved its first judicial reorganization plan after one year and a half since filing. On June 2020, Oi Group filed an amendment to the judicial reorganization plan, which was approved by the general creditors meeting on September 2020. On December 2022, Oi Group's bankruptcy court determined the termination of the proceeding and of the supervision period, after more than six years and with the equalization of BRL 25 billion in debts (almost USD 5 billion).

[7] Sacramone, Marcelo Barbosa. Comentários à Lei de recuperação de empresas e falência – 2. ed. – São Paulo : Saraiva Educação, 2021. e-book

[8] Available at https://latinlawyer.com/article/bumper-harvest-and-dip-loan-help-brazils-moreno-exit-bankruptcy. Access on December 12, 2024.

On March 2023, citing unpredictable factors such as the pandemic, deterioration of the economy and raise of the dollar rate, Oi Group filed for its second judicial reorganization request. According to Oi Group, the indebtedness, subject to the new proceeding, is approximately 44 billion reais[9].

As the amendment to Brazilian Bankruptcy Law was already in force and effect, Oi Group requested the court's authorization for a DIP financing as an 'emergency financing', with the purpose of maintaining its operations and its cash flow and, consequently, enabling the continuation of the restructuring.

This transaction was entered into with a group of existing financial creditors of Oi, notably noteholders and the buyers of claims resulting from agreements with Export Credit Agencies, in the amount of USD 275 million and secured by fiduciary sale of shares held by Oi in V.Tal – Rede Neutra de Telecomunicações SA, which was later raised to USD 400 million. The Court authorized DIP Financing and the amounts were made available to the debtors.

After the confirmation of the DIP financing, Oi Group filed its judicial reorganization plan with a provision enabling the debtors to raise new funds in the amount of up to 4 billion reais, pursuant to Article 67 of Brazilian Bankruptcy Law. The plan was approved on April 2024. According to a communication to the market released on August 8, 2024[10], Oi Group informed that it completed the process of restructuring its debt, and improved its debt profile obtaining additional liquidity, as provided for in the plan.

VI. Conclusion

The stakeholders involved in judicial reorganizations in Brazil realized that the old Brazilian Bankruptcy Law did not provide enough incentives for the creation and operation of DIP-Financings in the country.

In practical terms, the law ensured a post-filing nature, but still placed the DIP lenders in an inferior position to several other administrative claims in the event of a conversion into liquidation. In addition, there was little or no legal certainty regarding collateral, as the DIP agreements could be revoked by the court of appeals, putting the lender in a situation where money could have already been made available, with no guarantees in exchange.

Thus, as demonstrated in this article, the introduction of DIP Financing under Law No. 14.112/2020 has significantly improved the Brazilian insolvency framework by addressing critical issues of legal certainty, creditor priority, and investor confidence. Early results are promising, with several companies already securing DIP financing agreements worth billions of reais within the first year of the law's enactment[11].

As the practice evolves, DIP financing is expected to play a crucial role in facilitating the recovery of distressed companies, maintaining business continuity, and preserving jobs—ultimately benefiting the broader economy. While challenges remain, this progress marks a positive shift towards a more investor-friendly insolvency system in Brazil.

[9]Available at https://latinlawyer.com/guide/the-guide-restructuring/third-edition/article/debtor-in-possession-financing-in-brazil-the-oi-case. Access on December 9, 2024.

[10] Available at chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/4d705e6d-cd28-4747-8452-0a0a616e5243/da18123f-2822-1e98-2ce2-189bcda1c17c?origin=1. Access on December 9, 2024

[11] Numbers available at https://valor.globo.com/legislacao/noticia/2021/08/16/empresas-em-recuperacao-obtem-financiamentos-que-somam-r-3-bi.ghtml. Access on December 9, 20224.

Early warning mechanisms to recover debts
without a judicial reorganization proceeding in Brazil

Authors: Fernanda Bittencourt Loureiro y Ana Carolina Monteiro
MMLC Advogados (Mac Dowell, Melo & Leite de Castro Advogados), Brazil

The new judicial reorganization statute, regulated by Law no. 11,101/2005 (LRF), with the recent amendments introduced by Law no. 14,112/2020, is a measure that aims at the uplifting of the debtor-company, which is going through a temporary economic-financial crisis, which is not substantial to take the said debtor-company to bankruptcy.

Lawmakers observed that the changes carried out by LRF, back in 2005, were not fully efficient to the need of the contemporary society, and, as a consequence, Law 14,112/202 was introduced to our legal framework, notably to give a new, proper, efficient, and useful apparel to the interests of the society.

One of the main concerns of lawmakers in 2020 was to accommodate multi-door mechanisms to the Regime of Companies' Reorganization, instituted by LRF, which are the Judicial Reorganization, the Early Provisional Remedy, the Extrajudicial Reorganization, and the Bankruptcy.

The innovation brought by Law 14,112/20, law 11,101/05 (LRF), which disciplines the procedures of judicial reorganization, has enabled preparatory remedies to anticipate the effects of or to avoid the judicial reorganization claim (LRF, art. 6, §12 and art. 20-B).

Provided in art. 6, §12, the provisional remedy aims to assure the parties of the damage or risk of damage to the result of the reorganization proceedings, the possibility that the Judge advances, fully or partially, the effects of the decision that grants the processing of the judicial reorganization.

That is, in the scenario of §12 of art. 6, the legislation provided for a model of advance of the effects of the automatic stay (the 180-day suspension period which lawsuits and enforcement proceedings against a debtor are suspended) to debtors who have not yet gathered all documents and requirements necessary to file for the Judicial or Extrajudicial Reorganization proceedings.

It is important to highlight that to grant the advanced provisional remedy, the debtor shall demonstrate the essential assumptions to the interlocutory relief. The standard in question is clear regarding the demand of demonstration of the provisional remedy provided under the terms of art. 300 and the following of the Civil Proceedings Code (CPC); adherance that is, upon evidence of likelihood of its allegations and of the hazard of damage or risk to the able result of the proceedings (CPC, art. 303).

The proof of the proceedings is justified through the demonstration that it is the debtor who holds the legitimacy and the conditions required to the requirement of the judicial reorganization proceedings. It is also the claimant's liability to prove its legitimacy, which a businessman, pursuant to art. 1, and other objective requirements provided in art. 48, both of LRF, in addition to present all essential documentation for the demonstration of its state of economic-financial crisis, and the amount of its liability (art. 51).

Once the requirements for the concession are present, the provisional remedy may anticipate "the effects of the grant of the processing of the judicial reorganization, fully or partially". So it is seen that the provisional remedy may not exceed the proper effects of the judicial reorganization proceedings, otherwise for the evident reason that the accessory measure could be wider than the principal one itself.

The remedy, Judicial or Extrajudicial Reorganization, is nothing else but a way of anticipating effects that, otherwise, would only be produced with the deduction of the main proceedings, *in casu*, upon the distribution of Judicial or Extrajudicial Reorganization. Once the

relief is granted, the debtor shall have 30 (thirty) days to file for the Judicial or Extrajudicial Reorganization, under penalty of losing effectiveness.

The mechanism was outlined by legislators upon the understanding that, frequently, there is a mismatch between the urgency in obtaining approval for Judicial Recovery and the time required to collect the necessary documents to file for the judicial or extrajudicial recovery.

On the other hand, art. 20-B, §1, of LRF provided the possibility of grant of provisional remedy to allow that credits be negotiated in a procedure not bound to the classical provisions of LRF: "*so that it is suspended the executions against them proposed for the term of up to sixty (60) days, for the attempt of composition with its creditors, in a mediation or conciliation procedure already initiated before the Judiciary Center of Dispute Resolution and Citizenship (Cejusc)*"[1].

On a procedural basis, in the case of the provisional remedy referred to in §1 of art. 20-B of Law 11,101/05, it is required to understand it as an interlocutory relief; that is, the regime, in fact, may be autonomous and if the mediation takes place in order to make an agreement between the involved parties operational, which, under the terms of Law, will not give rise to claim of Judicial or Extrajudicial Reorganization, and upon it, it may not be considered as a provisional remedy.

That is because if the subject matter of the mediation is achieved, whatever it is the agreement between the debtor and the creditors, there is no need of distribution of the main claim, in such case, the Judicial or Extrajudicial Reorganization, so we may consider the institute as autonomous. The early provisional remedy to the Judicial Reorganization is, therefore, a mechanism used as an artifice to the creation of an environment of equal negotiation between the creditors called by the debtor to take part in the negotiation.

It's also worth noting that, to guide judges, lawyers, and other legal practitioners on controversial aspects of the topic, the CNJ approved fifteen (15) precedents in 2023. Among other points, they address the requirements for granting the provisional remedy, who is subject to its effects, its initial term, how to calculate its effectiveness for up to 60 days, and the manner of its revocation.

Notwithstanding the objective and relevant content of the precedents and of their respective justifications, some questions seem to have raised ambiguity, an example being the meaning of the expression "exact definition" of the creditors invited to take part in the mediation or conciliation procedure (Precedent 1). This is because, beyond nominal identification, implementing these consensual dispute-resolution mechanisms requires additional information about the creditors and, of course, all available contact details for the debtor related to the matter.

Likewise, if the revocation of the provisional remedy only depends on the demonstration of any creditor, even if not invited, that the debtor does not promote or postpone the regular progress of the mediation or of the conciliation (Precedent 9) or also of the effective adversary procedure and manifestation of the mediator or conciliator.

Additionally, when the legal requirements to be demonstrated by the documents provided in art. 48 of LREF shall be met so that the debtor claims

[1] https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2004/2006/2005/lei/l11101.html. Access on: 11/06/2024

the said provisional remedy (Precedent 10).
If the questions, as mentioned above, seem not to have been clear, others arise out of the apparent controversy between the precedents and Law 13,140/15, which specifically deals with the mediation.

Thus, the consideration from the start of the procedure with the requirement of the debtor to Cejusc of the court with jurisdiction or to the private chamber to issue invitation to creditors (Precedent 2), while art. 17 of Law 13,140/15 provides that it is considered as instituted the mediation on the date to which its first session is set.

Even if the legislature had required the debtor to show a likelihood of its right—and thus satisfy the legal prerequisite for granting the provisional remedy under Article 20-B, §1, of Law 11,101/05—the law still does not define the starting date of the mediation or conciliation period.

Also, the precedents did not let it clear other question of great practical relevance, and it uses to be misunderstood, that is, that the non-extension of the term of suspension of the executions only refers to the efficacy of the provisional remedy (Precedent 3), since art. 28 of Law 13,140/15 allows the parties to require the extension of the mediation procedure for beyond the term of 60 days, if they want to.

In other words, the mediation may be extended if the debtor and any invited creditors who accepted the invitation wish to continue the negotiations.

Other issues remain that challenge the interpreter, such as the exclusive binding of creditors who were invited to take part in the mediation or conciliation procedure—even if they did not accept the invitation—for the purposes of the aforementioned precautionary measure (Precedent 6).

On the one hand, since this limitation is not provided in the writing of art. 20-B, §1, of LRE, the formulation of invitation to all creditors may be counterproductive for the implementation of such procedures and for the proper reorganization of the debtor, as well as the mentioned distinction could lead to different terms for creditors of a same class, upon the deduction of the suspension period of up to 60 days of the so-called automatic stay, in the event of future judicial or extrajudicial reorganization (art. 20-B, §3, of LREF).

On the other hand, the provisional remedy should not bind third parties who are not part of the proceedings, nor should it encourage abuse of the system—for example, requesting the remedy merely to buy time—which would further harm creditors.

Such questions are an example as how the mediation, the conciliation, and the early provisional remedy provided in art. 20-B, §1, of LRF shall continue being discussed and deeply analyzed, so that the logic of the pre-insolvency procedure and the valuable guidelines brought by the precedents approved in the 1st Congress of Fonaref are well understood and, especially, well applied in the concrete case. To the contrary, we are at risk of not achieving the institutional environment of application of LRF so intended by Law no. 14,112.

In light of the foregoing—and without delving into unnecessary issues—we conclude that preparatory measures are increasingly essential in business law, given the socioeconomic and market changes of contemporary society. They help either to prevent judicial reorganization or bankruptcy, or to provide time to gather the documentation required to file for judicial or extrajudicial reorganization proceedings.

Finally, it follows logically that measures enabling early negotiations, whether for judicial or extrajudicial reorganization, tend to mirror the success rates already observed in these procedures, provided the legal framework and its tools for debtors in distress are used properly.

Reassessing the COMI Debate:
Insights from an Emerging Economy (Brazil)

Author: Sabrina Maria Fadel Becue
Member of IWIRC Brazil. Post-Doctoral researcher in Commercial Law, University of São Paulo, Brazil (2021- 2024)

1. Introduction:

The UNCITRAL Model Law on Cross-Border Insolvency (MLCBI), which recently celebrated its 25th anniversary, is widely recognized as a thoroughly analyzed instrument by both scholars and courts. Like other legal technologies developed by UNCITRAL, the MLCBI, and its accompanying Guide to Enactment, employ neutral terminology, purposefully avoiding alignment with any specific legal tradition or existing insolvency regime. To achieve its objectives, the MLCBI introduces novel concepts (Art. 2) and establishes its unique mechanism for international judicial cooperation: the recognition of foreign proceedings (Art. 15).

Despite its function as a legislative harmonization tool, the MLCBI operates through persuasive soft power, requiring countries to be convinced of the benefits of adopting its provisions. To address national resistance or indifference, legislators must view the MLCBI as delivering clear economic and trade advantages— an expectation that may account for its slow adoption rate. However, the reliance on neutral language and a pragmatic approach, while facilitating consensus, comes at a cost: interpretation remains a critical and complex challenge, potentially undermining the effective realization of the MLCBI's objectives.

A key component of the MLCBI, and other model laws proposed by UNCITRAL, is the concept of the Center of Main Interest (COMI). Despite its paramount importance, the MLCBI does not provide a definition of COMI and courts have struggled to agree upon a clear and unified interpretation. The COMI concept was developed in the 1980s, reflecting a very different commercial landscape, one not yet dominated by multinational corporations or a digital economy. Today, the global mobility of capital and the interconnected nature of business transactions do not result in harmonized regulations or uniform legal standards which address the consequences of such commercial relationships.

The debate over the advantages of COMI within the framework of the MLCBI intensified in late 2023, when a group of prominent scholars submitted a letter to UNCITRAL advocating for the elimination of the concept from the Model Law[1]. Professors Anthony J. Casey, Aurelio Gurrea-Martínez, and Robert K. Rasmussen[2] are the leading proponents of this proposal, suggesting its replacement with a private ordering mechanism known as 'The Commitment Rule.'

According to this theory, the COMI rule generates significant legal uncertainty, increases litigation costs, and incentivizes opportunistic behavior in the period preceding insolvency proceedings. Scholars argue that the COMI rule "hinders access to finance and destroys jobs and wealth, even if insolvency never occurs."[3]. By contrast, the Commitment Rule, as they propose, allows debtors to publicly and bindingly select their insolvency forum in advance by incorporating the choice into their company's constitution. Its

[1] Available at: https://ccla.smu.edu.sg/sgri/blog/2023/09/15/towards-new-approach-choice-insolvency-forum.

[2] See Casey, Anthony J., and Joshua C. Macey, Bankruptcy Shopping: Domestic Venue Races and Global Forum Wars, 37 Emory Bankr. Dev. J. 463 (2021); Gurrea-Martínez, Aurelio, Reinventing Insolvency Law in Emerging Economies (Cambridge Univ. Press 2024); Casey, Anthony, Aurelio Gurrea-Martínez, and Robert K. Rasmussen, A Commitment Rule for Insolvency Forum (Jan. 23, 2024), European Corporate Governance Institute - Law Working Paper No. 754/2024, USC CLASS Research Paper No. 24-13, Singapore Management University School of Law Research Paper No. 5/2024, Univ. of Chicago Coase-Sandor Inst. for Law & Econ. Research Paper No. 1003, available at http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4704029.

primary advantage is its potential to benefit companies incorporated in jurisdictions with ineffective restructuring and insolvency frameworks, enabling them to choose a forum that better serves all stakeholders. In essence, the Commitment Rule seeks to create a win-win scenario by encouraging debtors to carefully consider and designate a forum that aligns with the interests of all constituencies before a financial crisis arises.

While their proposal has generated significant debate, eliminating the concept of COMI from the MLCBI would undermine its objectives and the foundational principle of modified universalism. This stance is supported by several reasons, three of which are particularly relevant from the perspective of an emerging economy.

2. The Role of COMI in the MLCBI:

First, COMI is not a concept that can be cut off without compromising the structure of the MLCBI. It serves as the foundation for identifying the main proceeding, which then determines the relief available upon recognizing a foreign proceeding. Moreover, recognition should not be regarded as a mere formality; it is a carefully designed mechanism to foster closer ties and sustained cooperation among countries. This may be less evident for Common Law countries, but for those rooted in the Civil Law tradition, existing international cooperation tools have proven inadequate for insolvency matters. Designed to execute specific stable judicial decisions or isolated procedural acts, these tools fall short in fostering the extensive, ongoing jurisdictional collaboration that cross-border insolvency requires. Even though cooperation among jurisdictions is not confined to the recognition procedure, it is challenging to envision judges in civil law and developing countries feeling comfortable dialoging directly with foreign authorities just because their countries have adopted a transnational model law or, worse, based on a private ordering mechanism. The understanding of a recognizing court functioning as an auxiliary court is relatively new for many countries, and delineating the limits of its jurisdiction poses significant challenges. However, the recognition process, along with the discretionary reliefs that might be granted, provides local courts with some degree of control over the adequacy of the requests in relation to their own laws. Despite its imperfections, COMI serves to distinguish between main and non-main insolvency proceedings, thereby identifying the central forum and its implications for the applicable bankruptcy rules[4]. While it could be argued that the Commitment Rule would not impact the recognition process, this claim is only partially accurate. Various judgment recognition mechanisms are well-established in Private International Law; however, they have historically proven ineffective in the context of insolvency. What sets UNCITRAL's framework apart is the recognition of foreign proceedings based on their connection to either the debtor's center of administration or their economic activity. These

[3] CASEY, Anthony; GURREA-MARTÍNEZ, Aurelio; RASMUSSEN, Robert K.. A Commitment Rule for Insolvency Forum, p. 6.

[4] See Jay Lawrence Westbrook, Locating the Eye of the Financial Storm, 32 Brook. J. Int'l L. (2007).

ties are essential for ensuring that recognition aligns with the broader goals of cross-border insolvency regulation.

Second, replacing COMI with a private ordering mechanism, such as the 'Commitment Rule', undermines a core principle of the MLCBI: modified universalism. The notion that the debtor and its main creditors are best positioned to select the *lex fori concursus* conceals a selective forum shopping practice that benefits only a few jurisdictions while jeopardizing the ideal of universalism. Importantly, the MLCBI is not an insolvency regulation and was not intended to govern the rights of creditors and debtors. Instead, it offers a middle ground by promoting cooperation among jurisdictions. Furthermore, modified universalism is not a reconfigured version of universalism; rather, it represents a pragmatic and realistic acknowledgment that no country will relinquish its sovereignty and blindly enforce foreign judgments. It is an ideal of universalism permeated by territorial considerations, recognizing that diverse social and political factors must be weighed in insolvency proceedings. In other words, insolvency is not simply a mechanism for the collective enforcement of debts. Countries commit to UNCITRAL texts based on the belief that they will be treated equally and play an active role in managing cross-border insolvency cases, without compromising their sovereignty.

However, adherence to the MLCBI heavily depends on courts' willingness to recognize foreign judgments and cooperate with authorities in other countries. For a developing country that has recently adopted the MLCBI, such as Brazil, a forum selection clause relegates these nations to mere 'rubber-stamp' jurisdictions, passively endorsing decisions made by foreign courts while sidelining their own social policies. As initially noted by Ian Fletcher[5], the predominant approach of territoriality allows its own bankruptcy law to extend across borders while denying the effects of foreign decisions on local assets of the debtor. This reflects a parochial and uncooperative attitude. Only in theory does the 'Commitment Rule' or similar contract-based frameworks appear to support a principle of modified universalism. In practice, however, his private ordering mechanism fosters a unilateral viewpoint dictated by a single jurisdiction selected by private actors, failing to account for the social policies that impact other stakeholders.
This mechanism exacerbates the issues inherent in pure universalism—an idealistic and unrealistic framework—but, by centralizing judicial power solely based on a private selection clause, it creates a downside effect akin to territorialism. The privately chosen court may feel empowered globally because the main assets are located abroad; however, as a privately selected forum, it is likely to be less willing to cooperate with foreign jurisdictions. The commitment rule is a contract-based theory; however, it departs from the fundamental principle of unanimous consent and tends to favor the forum chosen by the debtor or a few influential creditors.

Third, the main proceeding should be ascertained by creditors, as it primarily dictates the choice of the applicable insolvency law. The Commitment Rule departs from independent and objective criteria, increasing legal uncertainty, as powerful creditors can pressure debtors to change the forum selection clause multiple times over the course of the company's business. While it is true that COMI can be moved or manipulated (many courts have accepted the concepts of "COMI migration" and "good forum shopping"), its relocation is typically evaluated in light of the interests of all current creditors and stakeholders, once the insolvency proceeding is initiated and social policy considerations are accounted for. In contrast, the Commitment Rule operates as a non-transparent, privately chosen mechanism that lacks the safeguards of broader judicial scrutiny.

The notion that vulnerable creditors will be adequately protected through the preferential ranking of their claims, with disregard for their preferences by the selected jurisdiction serving as grounds for denying recognition, is an insufficient response to a critical social policy issue. Moreover, the concept of vulnerable creditors is far from straightforward. States differ significantly in how they define degrees of vulnerability and assess the ability of insolvency law to protect such creditors. Another challenge

[5] FLETCHER, Ian F. Insolvency in Private International Law. 2Nd edition. Oxford University Press, 2011, p. 13 (stating that: "The more usual approach [of territorialism] however has been one whereby the State regards its own, domestic bankruptcy laws as producing universal effects, particularly it the debtor's relationship with the country is a close one which enables the case to be classified as a 'domiciliary' proceeding. On the other hand, the notion of territoriality is applied towards foreign proceedings involving debtors with property or other interests which lie within the jurisdiction of the State in question: by denying the capability of the foreign proceedings to produce any effects regarding that part of the debtor's patrimony, the way is left open for local actions to be taken by any party with standing to exercise rights over it.").

arises from the potential misalignment between the timing of recognition requests and the enforceability of preferential rights. Vulnerable creditors often lack the technical expertise and financial resources necessary to assert their claims in a foreign proceeding. UNCITRAL has invested significant effort in promoting cooperation. The Model Law should enhance direct cooperation and the recognition of foreign proceedings, rather than undermining these efforts by adding additional grounds for denying cooperation.

3. Conclusion:

The past quarter-century has exposed several deficiencies in the COMI concept, and Professors Anthony J. Casey, Aurelio Gurrea-Martínez, and Robert K. Rasmussen deserve recognition for sparking this critical debate. However, despite its limitations and areas for improvement, COMI remains the second-best option available. Furthermore, the MLCBI is fundamentally built around the COMI concept, and removing this central pillar would destabilize the entire framework. Rather than advancing the principle of modified universalism, which encourages states to collaboratively develop solutions, these proposals lean toward privatizing forum selection, undermining the core objectives of the MLCBI.

My primary concern, however, lies with the response of emerging economies. Countries that have recently adopted the MLCBI or are contemplating its adoption may be reluctant to recognize foreign decisions if it becomes apparent that a company's commercial ties to its home country are irrelevant, and that private ordering determines jurisdiction. While forum-selection clauses are acceptable in contractual relationships, given their basis in mutual consent and private autonomy, insolvency law operates under fundamentally different principles, prioritizing collective interests over private preferences.

Expecting judges to cooperate fully with foreign authorities when a company is incorporated in their jurisdiction but elects to use a foreign court for reorganization is unrealistic. This issue is further exacerbated in civil law countries, where direct judicial communication and cooperation are less established practices.

The notion that certain countries offer superior restructuring frameworks is misleading and should not justify forum selection clauses. UNCITRAL and other international organizations should focus on equipping all nations with robust and effective legislation, rather than creating a dichotomy between (insolvency) dispute resolution hubs and peripheral jurisdictions. Additionally, legal systems improve through practical application and engagement with real cases, making hands-on experience an essential driver of legislative refinement.

Tokenization for Corporate Restructuring under El Salvador's Digital Asset Law

Author: Juliana Fukusima Sato

IWIRC Latin America Regional Director, El Salvador

The incorporation of digital assets into corporate restructuring proceedings constitutes an emerging frontier for financial and legal markets. While the potential is substantial, the main challenges today lie not in the absence of regulatory frameworks or technological limitations, but rather in market acceptance and the need for broader education among stakeholders. El Salvador's decision in 2021 to adopt Bitcoin as legal tender marked a pivotal moment in the relationship between governments and the crypto market. In parallel, the country promulgated a dedicated legal framework for the public issuance of digital assets, thereby expanding the spectrum of financing and investment mechanisms available within its jurisdiction. In this context, instruments such as Debtor-in-Possession (DIP) financing—commonly used in insolvency frameworks—may also benefit from the integration of digital assets, providing investors with new alternatives to support corporate restructuring.

Given these challenges, El Salvador's legal framework for digital assets emerges as an innovative solution. By regulating the issuance of digital assets, the framework provides a clear and secure foundation for tokenization, positioning it as a strategic alternative for both investors and companies—including those undergoing restructuring. This article aims to explore how tokenization, under this forward-looking regulatory model, can benefit companies in financial distress.

For the purpose of this analysis, the definition of tokenization proposed by El Salvador's National Commission of Digital Assets (Comisión Nacional de Activos Digitales – CNAD), which describes it as "*the process of converting rights to an asset into a digital token on a blockchain. This digital representation allows for the secure and transparent trading or transfer of assets, such as real estate or stocks. Essentially, tokenization facilitates the digitization of assets, enabling faster and more efficient transactions.*"[1]

El Salvador's Digital Asset Issuance Law, enacted by Legislative Decree No. 643 of January 11, 2023, has opened new financing and investment opportunities by authorizing the issuance of digital asset offerings with debt, equity, and income characteristics. This legislation enables companies in compliance with the applicable legal and regulatory standards to operate as issuers and launch tokens that take full advantage of blockchain technology within a framework that ensures legal certainty.

Amid growing pressure to identify alternative funding sources, particularly for companies undergoing restructuring, this law presents valuable opportunities for those facing barriers to credit access. Companies in financial distress often face significant legal and financial barriers when seeking funding. Contributing factors include a high perception of risk by financial institutions and investors, which reduces their willingness to lend or invest. Additionally, limited liquidity and the illiquid nature of many assets—such as real estate or specialized inventory—undermine their ability to offer collateral.

Unstable cash flows and uncertainty about future performance further increase interest rates and impose restrictive terms, exacerbating the challenge. Consequently, these companies are frequently forced to liquidate assets at steep

[1] "What is Tokenization?", available at: https://cnad.gob.sv/faq/ (last accessed May 7, 2025).

discounts or, in more extreme cases, file for bankruptcy or insolvency proceedings.

In this context, digital asset tokenization emerges as a potential solution to many of these obstacles. It enables the conversion of assets—including those traditionally difficult to liquidate—into accessible investment instruments underpinned by blockchain technology. According to the CNAD, examples of tokenizable assets include "*real estate properties, stocks and equities, artwork and collectibles, commodities like gold or oil, intellectual property such as patents or copyrights, and investment funds like real estate investment trusts (REITs) or venture capital funds. Tokenization provides investors with fractional ownership opportunities and greater accessibility to diverse asset classes within the financial market.*"[2]

Thus, the ability to convert assets into digital tokens becomes a pivotal tool for companies navigating restructuring processes. It enables them to overcome conventional financing barriers and avoid forced asset liquidations or burdensome debt arrangements. Tokenization, in this sense, becomes a strategic avenue for corporate recovery and financial stabilization.

A central element of this innovative approach lies in the legal certainty provided by El Salvador's legislation. The law not only governs the creation of digital tokens but also establishes a comprehensive regulatory framework for their use, thereby fostering a trusted environment in which digital assets can be issued with full legal backing. Although the law lays down fundamental principles, it must be interpreted as a broad legal infrastructure—both juridical and technical—designed to accommodate and encourage development in this sector.

One of the most significant advancements introduced by the law is the establishment of the National Commission of Digital Assets (CNAD), a governmental authority tasked with regulating and supervising the issuance and commercialization of digital assets. The CNAD ensures compliance, transparency, and security within the ecosystem and authorizes firms to operate in this regulated environment, thereby promoting the secure development of digital asset initiatives.

Another notable feature of the legislation is the inclusion of paragraph four of Article 3, added by Legislative Decree No. 781 on July 17, 2023[3], which amended certain provisions of the law. This paragraph establishes that tokens issued under the legal framework shall be treated as executive instruments (*títulos ejecutivos*) under Salvadoran law. In accordance with Article 457 of El Salvador's Code of Civil and Commercial Procedure[4], executive instruments are documents deemed by law to carry immediate enforceability.
In this regard, local jurisprudence defines: "*Executive instruments are extrajudicial documents, meaning they have not undergone*

[2] "What is Tokenization?", available at: https://cnad.gob.sv/faq/ (last accessed May 7, 2025).

[3] Legislative Assembly of El Salvador. Decree No. 781: Reform to the Law on the Issuance of Digital Assets. Published July 17, 2023. Accessed May 7, 2025. https://www.asamblea.gob.sv/sites/default/files/documents/decretos/DA8F5A99-0267-4830-AA47-D03C37413608.pdf.

[4] Consejo Nacional de la Judicatura de El Salvador. Código Procesal Civil y Mercantil de El Salvador. Accessed May 7, 2025. https://www.cnj.gob.sv/index.php/publicaciones-cnj/80-codigo-procesal-civil-y-mercantil-de-el-salvador.

judicial scrutiny or intervention. (…) An executive instrument is a non-judicial yet legally recognized document, whose authenticity is established by law, thereby making it a valid basis for initiating executive proceedings (…) To possess executive force means that the instrument has sufficient legal efficacy to support the enforcement of a genuine and undisputed claim through an executive proceeding, which follows a set of procedural rules specifically tailored to its purpose. Ultimately, the goal of such proceedings is to ensure the fulfillment of a certain and uncontested obligation evidenced by an authentic instrument."[5]

Therefore, these tokens confer upon investors a "liquid and certain" right, enabling them to directly enforce real rights or credit claims associated with the underlying assets—without any need for prior judicial recognition. This means that tokens cannot be issued in isolation but must be linked to an enforceable right or underlying asset.

The legal framework outlines three categories of digital asset offerings: (i) debt offerings, which establish a credit relationship between the issuer (or another entity) and the acquirer; (ii) equity offering, which establish a property right in favor of the acquirer in the issuer or in another entity; and (iii) income offerings, which establish a right of the acquirer to receive income or cash or digital assets of any nature, including earnings, profits or distribution of returns.

Accordingly, the token operates as a digital representation of a real-world asset—whether debt, equity, or income—with a key attribute: direct enforceability. By acquiring a token, the holder obtains not merely a symbolic representation, as in the case of traditional contracts or certificates, but a legally enforceable right to compel the fulfillment of the underlying obligation in the event of default.

As a legal framework, the law also defines market participants, specifying their roles, responsibilities, and operational requirements. In addition to the regulatory authority (CNAD), the framework introduces the following private market participants: (i) Digital Asset Service Providers (DASPs), private entities authorized to offer infrastructure-related services such as custody, order execution, asset management, and distribution; (ii) Certifiers, responsible for analyzing public offerings from financial, legal, and technological perspectives to identify risks and enhance market transparency; and (iii) Issuers, private entities tasked with token issuance, responsible for the accuracy of information disclosed in the offering and the management of proceeds according to public commitments.

The legislation also grants certain tax incentives to these market participants, including exemptions from taxes on earnings generated from digital assets. The objective of these incentives is to make the market environment more appealing for digital asset issuance, benefiting both issuers and investors.

This legal architecture demonstrates that El Salvador has developed a robust ecosystem ensuring that digital assets are properly verified and risk-assessed, and that their distribution, trading, and custody are conducted by regulated service providers, in line with global compliance standards and best practices[6].

[5] This is an unofficial English translation prepared by the author for reference purposes only. The original text in Spanish prevails in case of any discrepancy. Jurisprudencia, El Salvador. "Sentencia de la Sala de lo Constitucional de la Corte Suprema de Justicia sobre la Constitución de la República de El Salvador." Accessed May 7, 2025. https://www.jurisprudencia.gob.sv/DocumentosBoveda/E/1/2010-2019/2019/09/DDDF9.HTML.

A noteworthy aspect of the Salvadoran model is its divergence from other jurisdictions currently debating the integration of traditional financial markets with decentralized finance (DeFi). Rather than seeking to align digital and traditional financial assets under similar treatment, El Salvador's approach prioritizes the technological foundation itself, recognizing blockchain's potential for efficiency and innovation. Legislation has thus been constructed around the definition of participants and their responsibilities, allowing a gradual and structured connection between distinct financial domains.

In this regard, the Digital Asset Issuance Law of El Salvador presents a promising alternative for companies undergoing restructuring, offering a pathway to access new forms of financing through asset tokenization. The principal advantages of this model include: (i) the establishment of a dedicated regulatory environment ensuring legal certainty and market transparency; (ii) recognition of tokens as executive instruments, granting investors direct and enforceable rights to the underlying assets; and (iii) favorable tax treatment associated with digital asset issuances, enhancing the market's appeal to both issuers and investors. Furthermore, the legal and technical infrastructure overseen by the CNAD fosters a secure and regulated environment for asset negotiation and commercialization.

Nevertheless, it is essential to acknowledge that the digital asset market in El Salvador (and globally) remains in a state of evolution. Although the legislation offers a solid regulatory foundation, there are inherent risks that cannot yet be fully assessed. Therefore, while tokenization may indeed represent an innovative and strategic solution for companies in restructuring, it is critical that these organizations conduct comprehensive risk assessments and remain informed about developments in this dynamic space. The adoption of digital assets must be accompanied by careful planning and strategic foresight to harness the benefits of this disruptive tool while effectively managing associated risks.

[6] Financial Action Task Force

IWIRC LATIN AMERICA

INSOLVENCY NOW

AGRADECIMIENTO AL PATROCINADOR

Queremos agradecer al patrocinador cuyo apoyo hizo posible esta edición de Insolvency Now:

ACKNOWLEDGMENT OF SPONSORSHIP

We would like to thank the sponsor whose support made this edition of Insolvency Now possible:

GUZMÁN ARIZA
ATTORNEYS AT LAW
98 YEARS Since 1927

GUZMÁN ARIZA, ABOGADOS

Su compromiso con el desarrollo del estudio de la insolvencia y la promoción del intercambio profesional en la región ha sido fundamental para la publicación de esta edición.

GUZMÁN ARIZA, ATTORNEYS AT LAW

Their commitment to advancing insolvency scholarship and fostering regional professional exchange has been invaluable to the publication of this edition.

IWIRC
LATIN AMERICA