

DIP FINANCING
EN EL CÓDIGO DE QUIEBRAS
DE ESTADOS UNIDOS:
REGULACIÓN Y EXPERIENCIA

DIP FINANCING IN THE UNITED STATES
BANKRUPTCY CODE:
REGULATION AND EXPERIENCE

*Gonzalo R. Gutiérrez**

RESUMEN: La siguiente es una breve presentación de los principales elementos de la sección 364 del *Código de Quiebras* de Estados Unidos, la que establece el llamado *Debtor-in-Possession (DIP) Financing*. Esta es una herramienta fundamental en el proceso de reorganización de las empresas que se acogen bajo la protección del Capítulo 11 del *Código*. La revisión del texto legal es acompañada con una selección de casos que permiten acercarse a cuál ha sido la posición de los tribunales en la aplicación de este mecanismo de financiamiento.

PALABRAS CLAVE: DIP, reorganización, *Código de Quiebras*.

ABSTRACT: The following is a brief presentation of the main elements of Section 364 of the United States Bankruptcy Code, which establishes the so-called “Debtor-in-Possession (DIP) Financing”. This is a fundamental tool in the reorganization process of companies under the protection of Chapter 11 of the Code. The review of the legal text is accompanied by a selection of cases that allow us to approach what has been the position of the courts in the application of this financing mechanism.

KEYWORDS: DIP, reorganization, Bankruptcy Code.

* Abogado. Licenciado en Ciencias Jurídicas, Pontificia Universidad Católica de Valparaíso. Master in Law (L.L.M), University of Michigan Law School, Ann Arbor, 2006. Correo electrónico: ggutierrez@siabogados.cl

INTRODUCCIÓN

La historia de la reorganización de empresas en situación de insolvencia en Estados Unidos está íntimamente unida a la existencia de mecanismo de financiamiento de emergencia de dichas empresas. A fines del siglo XIX en ese país, frente a múltiples casos de grandes empresas de ferrocarriles insolventes y ante la falta de una figura legal que permitiera la continuidad del deudor como *going concern*, los tribunales comienzan a sancionar una serie de acuerdos entre los deudores y sus mayores acreedores relativos a la reestructuración de los negocios y la repactación de la deuda financiera. Al mismo tiempo se autoriza la emisión de instrumentos financieros dirigidos a inyectar liquidez a deudores y, de esta manera, darles la oportunidad de reorganizarse. Los *equity receiverships* creados en esa época¹ son el antecedente directo del llamado *Debtor-in-Possession (DIP) Financing* o, más estrictamente, el llamado “financiamiento pospetición”². El *Código de Quiebras* en 1978 (el *Código*)³ codificó una serie de prácticas relativas a la reorganización de la empresa en crisis, ahora reguladas orgánicamente en el capítulo 11 del *Código*. Asimismo, recoge en la sección 364⁴ el mecanismo de financiamiento pospetición del deudor bajo protección concursal.

Desde hace bastante años, distintos países han manifestado su interés por incorporar en sus legislaciones concursales mecanismos de reorganización que sirvan de remedio preferente frente (o alternativa a) la situación de insolvencia de una empresa deudora⁵. En este contexto, es comprensible

¹ Ese emocionante capítulo de la historia de la quiebra en Estados Unidos está relatado de manera excelente en el libro de David A. Skeel, Jr., *Debt's Dominion: A History of Bankruptcy Law in America*. Una versión más resumida, y con un enfoque en la institución del *DIP financing*, de los hechos descritos en el libro se encuentra en el artículo del mismo autor, “The Past, Present and Future of Debtor-In-Possession Financing”.

² Una aclaración terminológica se justifica en este momento: El *Debtor-in-Possession* (o *DIP*) es el *alter ego* de la empresa deudora. Esta mantiene la posesión y control de sus activos durante la vigencia del Capítulo 11 (hasta la confirmación del plan), sin la necesidad de que el tribunal nombre a un *trustee* para tal efecto. De hecho, el *DIP* está llamado a administrar la empresa (que es reemplazada por un nuevo ente: el *bankruptcy estate*) con funciones y responsabilidades similares a las de un *trustee*, con deberes fiduciarios hacia los acreedores del *DIP*. En el caso de la norma que regula el *DIP financing*, sección 364 del *Código*, las referencias del texto al *trustee* se entienden aplicables al *DIP*. En este trabajo, usaremos alternativamente los términos ‘deudor’ y ‘*DIP*’ con el mismo sentido. Lo mismo sucederá con los términos ‘financiamiento pospetición’ y ‘*DIP financing*’.

³ 11 U.S. Code Title 11 - Bankruptcy.

⁴ En adelante, todas las referencias en este trabajo a “secciones” deben entenderse hechas a secciones del *Código*.

⁵ En este sentido, es difícil exagerar la importancia que ha tenido la Comisión de las Naciones Unidas para el Derecho Mercantil Internacional (CNUDMI, o UNICTRAL, en inglés),

el interés que despierta entre los observadores internacionales el Capítulo 11, en general, y el mecanismo de financiamiento *postpetición*, en particular. De hecho, las recientes modificaciones a los regímenes de insolvencia en Singapur y México tuvieron por objetivo, entre otros, establecer reglas que favorezcan el financiamiento de las empresas deudoras⁶. Al mismo tiempo, iniciativas de reforma legal en otros países han sido evaluadas críticamente por el mundo empresarial y los mercados financieros por precisamente no haber “profundizado” las herramientas de financiamiento de las empresas insolventes a través de mecanismos similares al *DIP financing*⁷.

a través del grupo de trabajo en materias de insolvencia (Working Group V), en la adopción de distintas leyes modelos, guías prácticas y guía legislativas. Precisamente, en la introducción a la Guía Legislativa sobre el Régimen de la Insolvencia de 2004 se señala: “[ella] se centra en los procedimientos de insolvencia iniciados y sustanciados con arreglo al régimen de la insolvencia, haciendo hincapié en la reorganización de las empresas insolventes”. Véase. CNUDMI (2004). Esta guía legislativa, así como otros instrumentos y documentos de trabajo en el área de insolvencia preparados por el Working Group V pueden encontrarse en su sitio web.

⁶ En 2014, México introdujo modificaciones a la Ley de Concursos Mercantiles, uno de los cuales fue el nuevo artículo 37, el cual contiene normas sobre financiamiento de la empresa en reorganización inspiradas en el mecanismo de *DIP financing* del Capítulo 11. En 2017, Singapur reformó su ley de sociedades anónimas (Companies Act) con el objetivo de agregar normas que facilitaran la reorganización de empresas en situación de insolvencia. La nueva sección 211E(1)(b) incorporó ciertas reglas de financiamiento, también inspiradas en la respectiva sección del Capítulo 11. Posteriormente, el 30 de julio de 2020, el estatuto de reorganización empresarial de la ley de sociedades anónimas y la ley de quiebras vigente hasta ese momento fueron refundidas en la nueva Ley de Insolvencia, Reorganización y Disolución (Insolvency, Restructuring and Dissolution Act). Si bien no conocemos estudios concluyentes acerca del funcionamiento de los nuevos estatutos en México y en Singapur, ya han aparecido algunos comentarios y análisis que pretenden identificar sus fortalezas y debilidades. Véase SOLCARGO (2017); CERVANTES SAINZ S.C. (2017); MORGAN LEWIS & BOCKIUS LLP (2019) y OON & BAZUL(2020).

⁷ El 26 de junio de 2019 fue publicada oficialmente la Directiva de la Unión Europea sobre El Marco para las Reestructuraciones Preventivas (Preventive Restructuring Framework Directive). Se trata del primer intento de regular aspectos sustantivos de los derechos de insolvencia de los países del bloque, más precisamente, de acordar un marco común para las reorganizaciones de empresas en insolvencia. Uno de los temas que algunos comentaristas destacan como ausente en la Directiva es un mecanismo de *DIP financing* como el existente en Estados Unidos bajo el Capítulo 11. Véase WALLACE & PILKINGTON (2019). El caso de la nueva legislación de insolvencia del Reino Unido (Corporate Insolvency and Governance Act) que acaba de entrar en vigencia en junio de 2020 es aún más llamativo. Por años el mecanismo de reorganización contenido en la ley de sociedades anónimas inglesa (los *schemes of arrangement* de la Companies Act de 2006) fue promocionado entre las multinacionales como una alternativa al Capítulo 11. Una de las desventajas de los *schemes* era la falta de regulación de financiamiento para la empresa en problemas. Lo más parecido al *DIP financing* era un mecanismo que se encontraba en la Ley de Insolvencia (Insolvency Act): los *company voluntary arrangements*. La Corporate Insolvency and Governance Act representa un nuevo estatuto

La crisis económica y financiera mundial causada por el COVID-19 ha hecho resurgir el interés internacional por el mecanismo de *DIP financing* establecido por el Capítulo 11 y, en general, por el “ecosistema” financiero que existe alrededor de dicho mecanismo, sus mercados y sus agentes. En el caso de América Latina, las compañías aéreas fueron las que desde un primer momento mostraron interés en aprovechar la flexibilidad del Capítulo 11 para servir de foro a empresas extranjeras (asumiendo la existencia de ciertos elementos jurisdiccionales “mínimos” de contacto). Gran atención generó en los medios locales la presentación por parte de Latam Airlines Group S.A. (Latam Airlines), y un conjunto de sus filiales, de una solicitud de protección voluntaria bajo el Capítulo 11 en el tribunal de quiebras de New York (Southern District)⁸. Latam Airlines se unió, de esta manera, a otras líneas aerolíneas latinoamericanas que recurrieron a la protección del Capítulo 11⁹.

I. EL OTORGAMIENTO DE FINANCIAMIENTO POSPECCIÓN EN EL CÓDIGO

1. Las peticiones “del primer día” y el financiamiento del DIP

El deterioro de la condición de liquidez de una empresa es ciertamente un factor fundamental en la decisión de iniciar un proceso de reorganización bajo el Capítulo 11¹⁰. Si bien el *automatic stay* que se produce al momento de

que, en su mayor parte, refunde las normas sobre insolvencia contenidas en la Companies Act y en la Insolvency Act. Muchos comentaristas quedaron decepcionados con la forma en que la nueva ley regula el tema del financiamiento de la empresa deudora, destacando se echa de menos un sistema de preferencias similar a las del *DIP financing* en Estados Unidos. Véase GALLAGHER (2020); KIRKLAND & ELLIS (2020).

⁸ El día 26 de mayo de 2020, Latam Airlines Group S.A. presentó una solicitud voluntaria de amparo bajo el Capítulo 11 en la Corte de Quiebras del Distrito Sur de Nueva York. Junto con esta empresa, otras veintiocho empresas relacionadas hicieron una solicitud similar. Se trata de filiales chilenas, peruanas, colombianas, ecuatorianas y estadounidenses. Los días 7 y 9 de julio, otras nueve filiales (brasileñas) presentaron una solicitud de protección concursal al mismo tribunal.

⁹ El 10 de mayo de 2020, Avianca Holding S.A. y filiales habían presentado solicitudes voluntarias de protección bajo el Capítulo 11 en la Corte de Quiebras del Distrito Sur de Nueva York. Posteriormente, el Grupo Aeroméxico, S.A.B. de C.V. hizo lo mismo el 30 de junio de 2020.

¹⁰ Véase, por ejemplo, Declaration of Ramiro Alfonsín Balza in Support of First Day Motions and Application in Compliance with Local Rule 1007-2, In re LATAM Airlines Group S.A., et al., Case No. 20-11254 (JLG), US Bankr. S.D.N.Y, DK. 3, 26 de mayo de 2020 (“For several months, LATAM has been taking the difficult and necessary steps to protect the com-

presentada la petición de protección concursal le da a la empresa (ahora, *DIP*) un cierto “respiro” frente sus acreedores, las necesidad de contar con capital de trabajo para seguir operando y, por cierto, de los recursos necesarios para solventar los costos y gastos de un proceso de Capítulo 11¹¹, son fundamentales para el éxito de la reorganización. Al mismo tiempo, la deuda financiera de la empresa deudora contraída con anterioridad a la fecha de la petición (la “deuda prepetición”), determina las condiciones bajo las cuales el *DIP* podrá utilizar los activos de la masa (*estate*) durante la duración del Capítulo 11. En efecto, el *blanket lien* que normalmente existe en favor de los acreedores garantizados (*secured creditors*) significa que, incluso, el uso del efectivo disponible del deudor esté sujeto a importantes restricciones. Con un acceso restringido a la caja y con casi nulas posibilidades de acceder a los mercados de capitales para realizar un aumento de capital¹², se entiende, entonces, la premura con que normalmente los deudores recurren al tribunal de quiebras para la aprobación de las llamadas ordenes de financiamiento *postpetición* y *cash collateral*. En efecto, luego de haber destinado considerable tiempo y recursos en las semanas anteriores a la presentación de la petición a negociar las condiciones para obtener financiamiento, es normal que el mismo día de dicha petición, o en los días inmediatamente subsiguiente el *DIP* haga una presentación al tribunal solicitando la autorización de las órdenes de financiamiento *postpetición* *DIP*. Estas forman parte de las llamadas *first day motions*.

2. La sección 364 del Código

La sección sobre la que se funda el sistema de *DIP financing* –sección 364 (*Obtaining Credit*)– es una disposición breve y con una estructura bastante simple. Ella establece las preferencias de que van a gozar los créditos que se

pany, continue operations and meet its commitments to its employees, customers and other stakeholders [...] Unfortunately, despite these meaningful cost-savings and liquidity-preserving measures, Latam’s liquidity position has continue to deteriorate, culminating in the filing of these Chapter 11 Cases”, pp. 31-32).

¹¹ El tema de los costos del Capítulo 11, sus distintos componentes (incluyendo los honorarios de los profesionales que participan en el proceso) y el efecto de ellos en el uso de dicho mecanismo ha sido objeto de debate y constata estudio en los últimos años. Véase AMERICAN BANKRUPTCY INSTITUTE (2014), pp. 55-67. En el ámbito académico, Stephen Lubben ha dedicado bastante atención al tema. Véanse LUBBEN (2012), pp. 147-187 y Lubben (2020), pp. 275-295. En el caso de Latam Airlines, véase, por ejemplo, “Los montos cobrador por los equipos legales del caso Latam en EEUU”, en *Diario Financiero*, 7 de septiembre de 2020.

¹² Véase nota 36, en la que describimos la anómala estrategia de The Hertz Corporation para obtener financiamiento en su Capítulo 11 a través de la venta de acciones en los mercados de capitales.

extiendan al deudor durante el proceso del Capítulo 11, y lo hace de una manera gradual en un orden “creciente” (de la letra (a) a la letra (d)). Como veremos más adelante, las preferencias son modificaciones introducidas por el *Código* a las normas generales de derecho general de las obligaciones (*non-bankruptcy law*). La “gradualidad creciente” refleja la preferencia del redactor del *Código* en una forma inversamente proporcional a la alteración de las reglas legales generales. Es así como el tribunal autorizará al *DIP* a contraer un crédito y otorgar a los respectivos financistas una cierta preferencia en la medida que ha quedado demostrado que no fue posible obtener un crédito similar en condiciones menos “preferenciales” (que hubieran resultado en ninguna alteración, o una alteración menor, de las reglas legales generales).

En primer lugar, la letra (a) de la sección 364 establece la regla básica: si el *DIP* está autorizado para operar el negocio del deudor (sección 1008), lo lógico es que el *DIP* pueda incurrir en obligaciones y obtener créditos en el curso ordinario del negocio sin necesidad de autorización judicial especial. Dichos créditos contarán con las preferencias propias de un “gasto administrativo” (*administrative expense*), el cual otorga al titular del crédito un crédito preferente (*administrative claim*) propio de las obligaciones post-petición que contrae el *DIP*¹³. En segundo lugar, la sección 364(b) contempla la situación en que el deudor solicita al juez que, en el contexto de una audiencia con las partes interesadas (*after notice and a hearing*)¹⁴ lo autorice a contraer una deuda (distinta a las de la letra (a)) a la que se le atribuya el carácter de gasto administrativo. Resulta fácil de entender que esta disposición es utilizada frecuentemente por el deudor, aun tratándose de deudas contraídas en el curso ordinario de los negocios, pues los acreedores prefieren contar con la certeza que otorga la autorización judicial. En tercer lugar,

¹³ La sección 503 establece tres categorías generales de créditos administrativos (*administrative claims*): (i) gastos profesionales incurridos en relación con el procedimiento del Capítulo 11, (ii) gastos del negocio incurridos por el deudor durante la duración del Capítulo 11 y (iii) una categoría “miscelánea” de gastos adicionales. La sección 507(a)(2) establece que los titulares de estos créditos administrativos tienen derecho a obtener el pago de su acreencia en preferencia al resto de los acreedores valistas (*unsecured creditors*).

¹⁴ La expresión exacta que se utiliza en la letra (b) (así como en las letras (c) y (d)) es “*after notice and a hearing*”. La sección 102(1)(A) define la frase en cuestión en los siguientes términos: “*such notice as is appropriate in the particular circumstances, and such opportunity for a hearing as is appropriate in the particular circumstances*”. Como vemos, se trata de una definición no particularmente precisa ni clarificadora. En particular, no queda claro en qué circunstancias resulta necesario realizar la audiencia a la que se refiere el texto. De la lectura de las subsecciones (A) y (B) de la sección 102(1) se puede concluir que una vez que una de las partes comunica su intención de llevar adelante una actuación, si ninguna otra parte objeta dentro del plazo que se señala para efecto, la primera puede seguir adelante con la actuación sin necesidad de audiencia alguna. Véase AYER, BERNSTEIN & FRIEDLAND (2004).

en el caso de que el *DIP* no haya podido conseguir crédito o incurrir en deuda en las condiciones señaladas en las letras (a) y (b), la sección 364(c) autoriza al *DIP* a contraer un crédito que

- 1) gozará de prioridad frente al resto de los gastos administrativos del procedimiento (*superpriority administrative expense claim*),
- 2) gozará de una garantía sobre bienes de la masa que estén libres de todo gravamen (*senior security interest*) o
- 3) gozará de una garantía sobre bienes de la masa sobre los cuales existan gravámenes, en cuyo caso la garantía bajo esta letra será *junior* a los gravámenes existentes (*junior security interest*).

En cuarto lugar, en el caso de que el *DIP* no haya podido obtener crédito en las condiciones señaladas en las letras (a), (b) y (c), y de que, además, este deudor otorgue a los acreedores prepetición que sean preferentes una “protección adecuada” a sus créditos, la sección 363(d) autoriza al *DIP* a contraer obligaciones que gozarán de garantías sobre los bienes de la masa sobre los cuales recaigan gravámenes ya existentes, en cuyo caso la caución bajo esta letra será *senior* o igual a los gravámenes existentes. En el caso de la letra (c) de esta sección se habla de un crédito con superprioridad (*superpriority loans*) y en el caso de la letra (d) se habla de *priming loans* (toda vez que la nueva garantía *primes* las garantías prepetición).

El hecho de que tanto las letras (c) y (d) significan alteraciones importantes a los derechos de los acreedores prepetición explica que el redactor del Código haya establecido que los *superpriority loans* y, en particular, los *priming loans*, son alternativas de financiamiento “excepcionales y extraordinarias”¹⁵. En cuanto al uso que hacen los deudores de la sección 364, es interesante observar que tratándose de financiamiento de cierta magnitud es normal que el crédito consista de distintos niveles de *liens* o *tranches* en los que se utiliza más de una de las alternativas contenidas en la sección 364. Los paquetes de financiamiento de Latam Airlines y JC Penney, ambos aprobados durante 2020, son dos buenos ejemplos de esto. En el caso Latam Airlines, el tribunal aprobó un paquete de financiamiento que consistió en un *superpriority loan* en virtud del cual se otorgaron a los prestamistas una serie de preferencias contempladas bajo la letra (c) de la sección 364, pero

¹⁵ Véase *SouthPoint Glob. Invs. v. Warren* (In re Westport Holdings Tampa, Ltd.), 607 B.R. 715, 725 (M.D. Fla. 2019), citando *Bland v. Farmworker Creditors*, 308 B.R. 109, 115 (S.D. Ga 2003). A partir de una revisión hecha por el autor de casos de Capítulo 11 iniciados entre enero de 2019 y julio de 2020, es interesante observar que de un total de veintiocho casos en que el *DIP* solicitó autorización para contraer *DIP financing*, veintisiete de ellos eran solicitudes bajo las letras (c) y (d) de dicha sección.

no incluyó *priming* alguno¹⁶. El financiamiento de JC Penney, por otro lado, representa una forma de financiamiento más compleja, compuesta por una porción que corresponde a financiamiento “fresco” y otra que corresponde a un préstamo existente con anterioridad a la petición y que se entiende *rolled-up* a la fecha del *DIP financing*¹⁷. La totalidad de la deuda del *DIP* se encuentra garantizada por *superpriority liens*, otorgados en conformidad con la sección 364(c), y *priming liens*, otorgados en conformidad con la sección 364(d)¹⁸.

¹⁶ El 19 de septiembre de 2020, el juez James L. Garrity (SDNY) dictó una orden que puso punto final a una prolongada disputa entre Latam Airlines y los acreedores valistas (organizados en el Comité de Acreedores Valistas y el en grupo Ad-Hoc de tenedores de bonos) acerca de los términos del *DIP financing*. En dicha orden, el tribunal autorizó, entre otras cosas, la celebración de un Super-Priority Debtor-In-Possession Term Loan Agreement por compromisos totales de hasta USD2,45 mil millones. Este *DIP Loan* regula los términos y condiciones de un paquete de financiamiento estructurado en tres *tranches*, dos de las cuales (A y C) son autorizadas por la orden, mientras que para la tercera (B) se solicitará autorización en una petición futura. Para garantizar sus obligaciones bajo las *tranches* A y C, el tribunal autorizó al deudor a conceder en favor de los prestamistas: (i) en conformidad con la sección 364(c)(1), prioridad frente al resto de los gastos administrativos del deudor (*superpriority administrative expense claim*); (ii) en conformidad con la sección 364(c)(2), un *first lien* sobre los bienes de la masa que no se encontraban sujetos a gravámenes anteriores y (iii) la sección 364(c)(3), una garantía *junior* sobre los bienes de la masa que se encontraban sujetos a gravámenes anteriores. Véase *In re LATAM Airlines Group S.A. et al.*, Order Authorizing the Debtors to (A) Obtain Postpetition Financing, and (B) Grant Superpriority Administrative Expense Claims, and (II) Granting Related Relief, Bankr. S.D.N.Y., Case No. 20-11254 (JLG), Dk. 1091, 19 de septiembre de 2020.

¹⁷ Aunque no está exenta de cierta polémica, el uso *roll-ups* es una práctica bastante utilizada en la actualidad por los proveedores de *DIP financing*, en particular en su forma “defensiva”, es decir, cuando el proveedor de financiamiento postpetición corresponde a la misma institución o instituciones (normalmente bancos comerciales) que son acreedores del *DIP* con ocasión de financiamiento prepetición. Una definición bastante convencional del *roll-up* es la proporcionada por el tribunal en *In re Capmark Fin. Grp. Inc.* (2010): “It is the payment of a pre-petition debt with the proceeds of a post-petition loan. Roll-ups most commonly arise where a pre-petition secured creditor is also providing a post-petition DIP loan under section 364(c) and/or (d) of the Bankruptcy Code. The proceeds of the DIP loan are used to pay off or replace the pre-petition debt, resulting in a postpetition debt equal to the pre-petition debt plus any new money being lent to the debtor”, p. 511. El efecto del *roll-up* es, entonces, hacer que la totalidad de la deuda (deuda prepetición y deuda posdecisión) disfrute de la protección otorgada por la sección 364, letras (c) y/o (d).

¹⁸ En la orden final sobre la petición de *DIP financing*, el tribunal autorizó a JC Penney para, entre otras cosas, obtener financiamiento postpetición por la suma de USD900 millones, de los cuales (i) USD450 millones corresponderá a dinero “fresco” al que el *DIP* accederá en virtud de un Superpriority Senior Secured Debtor-In-Possession Credit and Guaranty Agreement, a ser firmado a continuación de la dictación de la orden final y (ii) USD450 millones que corresponde a la cantidad adeudada por el *DIP* bajo un Amended and Restated Credit and

Finalmente, es interesante mencionar que, si bien el *DIP loan* representa la principal fuente de financiamiento del deudor durante la duración del Capítulo 11, en el transcurso del proceso de reorganización pueden existir situaciones en las que también se aplique la sección 364¹⁹.

3. *Análisis de los requisitos de la Sección 364* y Standard of Review

En cuanto a los requisitos de los *superpriority loans* y los *priming loans*, en ambos casos el Código manda que la decisión que los aprueba debe ser tomada *after notice and hearing*²⁰. En ambos casos es necesario, además, que el deudor no haya podido obtener crédito en condiciones menos onerosas. Finalmente, en el caso particular de los *priming loans* es necesario que el *DIP* otorgue “protección adecuada” a los acreedores cuya preferencia se vea desplazada (*primed*) por el nuevo crédito.

Tratándose de *superpriority loans* (sección 364 letra (c)), el tribunal en *Crouse Group* leyó la disposición de una manera expansiva entendiendo que no solo se requiere que el deudor pruebe que fue incapaz de obtener crédito en condiciones menos onerosas (como gasto administrativo), sino que, además, el préstamo sea necesario para preservar los activos de la masa y que los términos de la transacción sean justos, razonables y adecuados dadas las

Guaranty Agreement, de junio de 2016, cantidad que se entenderá *rolled up* como parte del paquete de financiamiento. Para garantizar sus obligaciones bajo el *DIP financing*, el tribunal autorizó al deudor otorgar a los financistas, entre otras, las siguientes garantías: garantías *senior*, en conformidad con la sección 364(c)(2)), garantías *junior*, en conformidad con la sección 364(c)(3)) y *priming liens*, en conformidad con la sección 364(d)). Véase, In re J. C. Penney Company, Inc., *et al.*, Final Order (I) Authorizing the Debtors to (A) Obtain Postpetition Financing and (B) Utilize Cash Collateral, (II) Granting Adequate Protection to the Prepetition Secured Parties, (III) Modifying the Automatic Stay, and (IV) Granting Related Relief, US Bankr. S.D.TX, Christi Div., Case No. 20-20182 (DRJ), Dk. 566, 5 de junio de 2020.

¹⁹ Por ejemplo, en el caso de *Latam Airlines*, el deudor señaló que, en conformidad con los términos de ciertos contratos celebrados en el curso ordinario de los negocios, requería la autorización del tribunal para arrendar y subarrendar aeronaves, partes y motores, así como operar aeronaves en ciertos vuelos específicos. Muchos de estos contratos pospetición son financieros por naturaleza y requieren normalmente la constitución de garantías con algunas de las prioridades establecidas en las secciones 364(c) y (d). A solicitud del deudor, el tribunal emitió la orden que fija el procedimiento para la negociación de dichos contratos. Véase In re *LATAM Airlines Group S.A. et al.*, Order Establishing Procedures for Obtaining Authorizations Pursuant to Sections 362, 363 and/or 364 of the Bankruptcy Code for Certain Covered Transactions and (II) Granting Related Relief, Bankr. SDNY, Case No. 20-11254 (JLG), Dk. 1008, 3 de septiembre de 2020.

²⁰ Véase nota 14.

circunstancias del deudor y el oferente del crédito²¹. En Republic Airways Holdings, el tribunal señaló que la exigencia en cuestión no significa que el deudor deba contactar cada posible fuente de crédito, sino que demuestre que ha hecho razonables esfuerzos por buscar otras fuentes de crédito²². En la mayoría de las ocasiones esto se entiende demostrado por declaraciones bajo juramento por parte de ejecutivos (normalmente el CFO del deudor) y de sus asesores financieros²³.

En cuanto a los *priming loans* y los requisitos establecidos en la letra (d) de la sección 364, el análisis contenido en el párrafo anterior es aplicable al primero de ellos: la incapacidad del deudor de conseguir un crédito en condiciones menos onerosas (en este caso, la incapacidad de obtener créditos

- i) que constituyan un gasto administrativo senior,
- ii) que gocen de una garantía sobre bienes de la masa que no estaban sujetos a gravámenes previos o
- iii) que gocen de una garantía junior sobre bienes de la masa sujetos a gravámenes previos).

El segundo de los requisitos es que, de faltar el consentimiento del acreedor cuyo crédito va a ser preferido (*primed*), el deudor debe otorgar al acreedor “protección adecuada” de dicho crédito. En ninguna de sus letras la

²¹ In re Crouse Group, Inc. (1987), pp. 549-551. Véase In re Ames Dep’t Stores, Inc. (1990), pp. 37-40 y In re Aqua Associates (1987), pp. 195-196.

²² In re Republic Airways Holdings Inc. (2016).

²³ En el caso de Latam Airlines, para determinar si se había cumplido con este requisito, el tribunal tuvo en particular consideración las declaraciones de Timothy R. Coleman, socio de PJT Partners LP, quien al momento de presentarse la petición original de autorización declaró: “Seeking the approval of the Tranche C Facility on a secured basis is reasonable where it is not expected the Debtors could secure financing on a unsecured basis due to a number of considerations, including the severe negative impact the global COVID-19 pandemic has had on the Debtors’ revenue streams and cash flows and in light of the general current market conditions. As set forth above and based on PJT’s additional efforts to secure the senior tranches of financing described in more detail below, PJT has not received any interest in or proposals for an unsecured facility. Based on my experience, unsecured financing would not be a viable option given the current state of the airline industry and the Company’s current financial position”. Véase In re LATAM Airlines Group S.A. *et al.*, Declaration of Timothy R. Coleman in Support of Debtors’ Motion to (A) Obtain Postpetition Financing, and (B) Grant Superpriority Administrative Expense Claims, and (II) Granting Related Relief, Bankr. SDNY, Case No. 20-11254 (JLG), Dk. 398, 28 de junio de 2020, para. 17. Véase también, la declaración de Timothy Coleman que acompaña a la segunda petición del *DIP* por autorización para contraer *DIP financing*: In re LATAM Airlines Group S.A. *et al.*, Declaration of Timothy R. Coleman in Support of Debtors’ Supplemental Motion to (A) Obtain Postpetition Financing, and (B) Grant Superpriority Administrative Expense Claims, and (II) Granting Related Relief, Bankr. SDNY, Case No. 20-11254 (JLG), Dk. 486, 9 de julio de 2020.

sección 364 define que se debe entender por “protección adecuada”. De hecho, la sección que se refiere a este tema con más detención –la sección 361 (*Adequate Protection*) no contiene una definición de este concepto. En su lugar, la sección 361 señala ciertos medios a través de los cuales se otorgaría al acreedor prepetición protección adecuada de sus garantías en los bienes del deudor. Estos medios no excluyentes son pagos en efectivo, una garantía de reemplazo y cualquier otra forma de protección que resulte en un valor de los intereses del acreedor con garantía.

Para entender mejor este punto es aconsejable poner atención en los efectos de la petición de protección concursal bajo el Capítulo 11. Una vez bajo la protección del *automatic stay*, la antigua compañía –ahora DIP– se encuentra con la administración de los bienes de la masa (*estate*) de manera de continuar con la operación del negocio y, de esa manera, precaver que la reorganización sea exitosa. Si bien la continuidad del DIP como *going concern* beneficia a los accionistas de la compañía y a una parte de los acreedores (los valistas), ella afecta directamente los derechos de los acreedores que tienen garantías prepetición sobre bienes de la masa. El concepto de protección adecuada persigue, entonces, balancear los intereses de dichos acreedores (prepetición) con el propósito rehabilitador (pospetición) del Código. En casos como el de la celebración de *priming loans*, el Código ordena que se otorgue a los acreedores con garantía prepetición protección adecuada de sus garantías. Si bien el Código no contiene definición alguna del concepto, los tribunales de quiebra lo han interpretado como una forma de compensación para dichos acreedores por cualquier depreciación o disminución de valor de los bienes que constituyen dicha garantía como consecuencia de la administración del DIP durante la vigencia del Capítulo 11²⁴.

Finalmente, en cuanto al *standard of review* aplicable por los tribunales al momento de analizar los distintos requisitos y elementos de la petición de financiamiento, los tribunales han entendido que su labor consiste en determinar si, al negociar la alternativa específica de financiamiento, el deudor ha hecho un ejercicio razonable y apropiado de su “juicio de negocios” (*business*

²⁴ Véase *United Sav. Ass'n of Tex. v. Timbers of Inwood Forest Assocs.* (1988); *In re Delta Res., Inc.* (1995), p. 730; *In re Cason* (1995), p. 928. En el caso específico de *priming loans* otorgados bajo la autorización de la sección 364(d), a la pregunta de si la protección otorgada a los acreedores era adecuada, la Corte de Apelaciones del Tercer Circuito señaló: “It depends directly on how effectively it compensates the secured creditor for loss of value caused by the superpriority given the postpetition loan (se omiten citas). In other words, the proposal should provide the pre-petition secured creditor with the same level of protection it would have had if there had not been post-petition superpriority financing”. Véase *In re Swedeland Development Group, Inc.* (1994), p. 564.

judgment rule)²⁵. Los conocedores del derecho corporativo estadounidense reconocerán fácilmente la frase. Se trata de una noción interpretativa (o de abstención) ampliamente utilizada por dichos tribunales al ser llamados a resolver una disputa corporativa²⁶. Aplicada al contexto de las reorganizaciones del Capítulo 11, los tribunales han señalado que en la medida de que el financiamiento en cuestión sea producto de un proceso de negociación leal y en condiciones “de mercado”, que sus términos (por ejemplo, los intereses y tasas) sean razonables y los mejores disponibles para el deudor bajo las circunstancias, y que dichos términos estén respaldados por valor razonablemente equivalente, el financiamiento reflejará el ejercicio del juicio de negocios del deudor²⁷. Así las cosas, este principio de deferencia lleva al juez a abstenerse de imponer su visión sobre el del deudor, en primer lugar, acerca de la necesidad misma de solicitar financiamiento²⁸ y, en segundo lugar, acerca la alternativa de financiamiento más apropiada. De surgir antecedentes que hagan pensar que no se está ante esa situación, el deferente *business judgment rule* se verá reemplazado por un estándar más estricto: el *entire fairness standard*²⁹. Bajo este estándar recae sobre el deudor la carga de probar que la operación de financiamiento y los términos específicos del contrato respectivo son “justos”³⁰.

En directa relación con lo anterior, un caso que ha sido habitualmente considerado “problemático” por los tribunales, en el que el problema se encuentra no tanto en los términos del financiamiento sino en el proceso

²⁵ Véase *U.S. Bank Trust Nat’l Assoc. v. Am. Airlines, Inc. (In re AMR Corp.)* (2013), p. 287; *KeyBank N.A. v. Franklin Advisers, Inc.*, (2020).

²⁶ Véase BAINBRIDGE (2004), pp. 83-130.

²⁷ Véase *In re Brooks Brothers Group, Inc., et al.*, Final Order (I) Authorizing the Debtors to Obtain Postpetition Financing, (II) Authorizing the Debtors to Use Cash Collateral, (III) Granting Liens and Providing Superpriority Administrative Expense Status, (IV) Granting Adequate Protection to the Prepetition Secured Parties, (V) Modifying Automatic Stay, and (VI) Granting Related Relief, Bankr. D. Del., Case No. 20-11785 (CSS), Dk. 443, 14 de agosto de 2020.

²⁸ Véase *In re Ames Dep’t Stores, Inc.* (1990), p. 37.

²⁹ Un tribunal del quiebras del distrito de Delaware sistematizó esta materia de la siguiente manera: “the business judgment rule governs unless the opposing party can show one of four elements: (1) the directors did not in fact make a decision; (2) the directors’ decision was uninformed; (3) the directors were not disinterested or independent; or (4) the directors were grossly negligent”. En atención a que la evidencia del caso revelaba la falta de independencia del controlador del deudor, el tribunal concluyó: “Debtors’ decision is not entitled to review using the business judgment standard. Instead, the Court must review Debtors’ decision [...] applying the entire fairness standard”. Véase *In re Los Angeles Dodgers LLC* (2011), p. 313.

³⁰ Véase *Carlson v. Hallinan* (2006). (“Entire fairness has two components: fair dealing and fair price. Fair dealing’ focuses on the actual conduct of corporate fiduciaries in effecting a transaction, such as its initiation, structure, and negotiation. Fair price includes all relevant factors relating to the economic and financial considerations of the proposed transaction”).

de negociación de los mismos, es el caso de la negociación que se da entre el deudor y un *insider* del mismo³¹. Lo anterior explica que en su revisión de las peticiones de *DIP financing* (la original y la suplementaria) de Latam Airlines, el juez James Garrity aplicó el *entire fairness standard* tanto para el análisis del *Tranche A* como del *Tranche C* del *DIP Loan*³².

4. Excepción de “buena fe” del financista

La última parte de la sección 364 se refiere a los efectos que siguen a la determinación del juez de que el *DIP financing* ha sido otorgado por un financista de “buena fe”. A diferencia de lo que sucede con la exigencia de protección adecuada de la letra (d), establecida a favor del acreedor prepetición, en el caso de la letra (e) estamos ante una medida de protección de ciertos acreedores que otorgan crédito al deudor con posterioridad a la fecha de petición. Específicamente, esta disposición establece que la modificación o revocación

³¹ Ya en 1939, la Corte Suprema en *Pepper v. Litton*, al pronunciarse acerca de negociaciones entre el accionista controlador y el deudor, señalaba: “Their dealings with the corporation are subjected to rigorous scrutiny and where any of their contracts or engagements with the corporation is challenged the burden is on the director or stockholder not only to prove the good faith of the ‘transaction but also to show its inherent fairness from the viewpoint of the corporation and those interested therein”. Véase *Pepper v. Litton*, 308 U.S. 295, 306 (1939). Véase *In re Papercraft Corp.*(1997). (“Insider transactions are subjected to rigorous scrutiny and when challenged, the burden is on the insider not only to prove the good faith of a transaction but also to show the inherent fairness from the viewpoint of the corporation and those with interests therein”).

³² Resulta interesante destacar dos elementos del análisis que realizó el juez James Garrity en su decisión del 10 de septiembre de 2020 con respecto al papel que cumplieron los *insiders* en la negociación del *DIP Loan*. En primer lugar, en relación con la identidad de los accionistas que ofrecieron financiar el *Tranche C* y el grado de control que ejercían sobre el deudor, el juez incluyó no solo a Costa Verde Aeronáutica S.A. y Qatar Airways Investments (UK) Ltd., y a sus respectivas partes relacionadas, sino que también consideró a Delta Air Lines, Inc., y su participación accionaria en el deudor. Si bien esta última compañía no participaba en el financiamiento del *Tranche C*, su participación en la negociación del *DIP Loan* y su interés en el resultado de la transacción debían –en opinión del juez– ser incluidos en el análisis de la operación. En segundo lugar, si bien ninguna de las partes sostuvo alguna vez que el prestamista del *Tranche A* (Oaktree Capital Management L.P.) fuera un *insider* del deudor, el juez aceptó el argumento de los acreedores de que la interrelación entre ambos *tranches* eran tan fuerte que el *Tranche A* no se podía entender totalmente sin considerar el *Tranche C*. Ambos *tranches* debían ser analizados –concluyó el juez– bajo el mismo *entire fairness standard*. Véase *In re Latam Airlines Group S.A., et al.*, Memorandum Decision on the Debtors’ Motion for an Order (I) Authorizing the Debtors to (A) Obtain Post-Petition Financing and (B) Grant Suprepriority Administrative Expense Claims and (II) Granting Related Relief, Bankr. SDNY, Case No. 20-11254 (JLG), Dk. 1056, 10 de septiembre de 2020 (*Memorandum Decision*).

de la autorización para contraer *DIP financing* obtenida mediante un recurso de apelación en contra de la autorización, no afecta la validez de la deuda contraída de un acreedor de buena fe, así como tampoco la validez de las preferencias o garantía otorgadas con ocasión de dicha deuda³³. El *Código* no contiene una definición de “buena fe”. Al momento de interpretar los requerimientos de buena fe presentes en distintas secciones del *Código*, los tribunales han sido bastante consistentes en identificar aquellos elementos que evidencian la ausencia de buena fe: fraude, colusión de las partes interesadas en la transacción, acciones motivadas por un propósito impropio o conocimiento de la ilegalidad de la transacción³⁴.

III. CONSIDERACIONES FINALES:

EL *DIP FINANCING* COMO FUENTE DE LIQUIDEZ

En la mayoría de los casos, las empresas que solicitan protección concursal bajo el Capítulo 11 son empresas que carecen de liquidez para continuar operando normalmente³⁵. Sin mayores posibilidades de recurrir a los mercados de capitales para obtener financiamiento en forma de *equity*³⁶, el *DIP* cuenta con la sección 364 como una herramienta importante contra las principales causales de la falta de liquidez de una empresa³⁷: el sobreendeudamiento

³³ In re Revco D.S., Inc. (1990), p. 1367. Véase In re Latam Airlines Group S.A. *et al.*, Memorandum Decision: “Section 364(e) of the Bankruptcy Code protects a good faith lender’s right to collect on loans extended to a debtor, and its right in any lien securing those loans, even if the authority of the debtor to obtain such loans or grant such liens is later reversed or modified on appeal”.

³⁴ Véase In re Gen. Growth Props., Inc. (2010).

³⁵ Véase TRIANTIS (2020), p. 275.

³⁶ Desafiando la “sabiduría convencional” existente en relación con las formas de financiamiento de un *DIP*, a casi veinte días de iniciar su Capítulo 11, una filial de The Hertz Corporation solicitó al tribunal de quiebras del distrito de Delaware autorización para llevar adelante la venta de acciones al público (en la forma de transacciones *At-the-Market*) por hasta USD 1 mil millones. El tribunal no tuvo mayores inconvenientes en aprobar la petición al día siguiente, y el día 15 de junio, con la asistencia de un banco de inversión y utilizando un shelf registration statement registrado con la Securities and Exchange Commission (SEC) y válido a esa fecha, el deudor comenzó la oferta de acciones al público, la que solo suspendió ese mismo en la tarde una vez que recibió una comunicación de la SEC señalando que dicha agencia había comenzado una revisión del *Prospectus* utilizado para la venta. A pesar de que la oferta estuvo abierta por solo unas horas, el emisor logró vender 13,9 millones de acciones por un monto de USD 29 millones. Véase YERAK (2020).

³⁷ Es importante reconocer que junto al mecanismo del *DIP financing*, otros mecanismos establecidos en el *Código* que, de alguna u otra manera, hacen frente a problemas graves de

(*debt overhang*) y el problema de la sección adversa (*adverse selection*)³⁸. Con un conocimiento básico de la forma en que opera el *DIP financing* en el Capítulo 11, parece conveniente revisar ahora hasta qué punto las soluciones establecidas en la sección 364 se apartan y contradicen reglas y principios establecidos en el derecho general de las obligaciones (*non-bankruptcy law*) y cuáles son algunos de los costos que dichas soluciones generan.

En relación con el primer punto, diversos estudios han mostrado convincentemente que las reglas de la sección 364 constituyen herramientas efectivas para lograr el objetivo de mejorar la liquidez de aquellas empresas en reorganización. Los mismos estudios destacan que para ser efectivas dichas reglas deben en ocasiones torcer los principios del derecho general de las obligaciones³⁹. Tomemos como ejemplo las disposiciones de las secciones 364(b) y 364(c)(1). Con las diferencias existentes entre ellas descritas anteriormente, en ambos casos se está otorgando al prestamista del *DIP* una preferencia que lo pone por delante del resto de los acreedores valistas. Esto representa una excepción a las reglas generales, pues fuera del ámbito de derecho de quiebras, un acreedor valista no puede ser subordinado a otro acreedor valista a menos que consienta en ello contractualmente⁴⁰. En el caso de las secciones 364(c)(2) y 364(c)(3), la facultad para otorgar al acreedor garantías *senior* sobre bienes de la masa no sujetos a gravámenes anteriores y garantías *junior* sobre bienes sujetos a gravámenes anteriores, respectivamente, viola el *negative pledge covenant* que frecuentemente deudor y sus acreedores han incluido en sus contratos de crédito. Finalmente, la sección 364(d) constituye un incentivo para el otorgamiento de *DIP financing* liberando activos que de otra manera no estarían disponibles. El otorgamiento de *priming liens* en favor de los acreedores postpetición es una violación clara de la regla según la cual la prioridad de los acreedores con garantía sobre el mismo activo viene dada por la fecha en que dicha garantía se perfeccionó teniendo preferencia el primero de ellos (*first in time, first in right*)⁴¹.

liquidez son las secciones 363 (Use, sale, or lease of property) y 552(a) (Postpetition effect of security interest).

³⁸ En la literatura financiera, exposiciones clásicas de los problemas de sobreendeudamiento y selección adversa (también conocida como “asimetría de la información”) se encuentran en HENNESSY (2004), pp. 1717-1742 y en MYERS & MAJLUF (1984)), pp. 187-221, respectivamente. En la literatura jurídica, una interesante teoría del derecho de insolvencia como mecanismo para solucionar la falta de liquidez, que incluye revisión detallada de las dos causas del problema ya señaladas, se encuentra en AYOTTE & SKEEL (2013), pp. 1557-1624.

³⁹ Lo que contradice uno de los postulados básicos de la teoría del “Creditor’s Bargain Theory” de Thomas Jackson y que es vista por la mayoría de la doctrina estadounidense en materia de insolvencia como la piedra angular de esta disciplina. Véase JACKSON (1986).

⁴⁰ Véase TRIANTIS (2020), n. 30.

⁴¹ *Ibid.*

En relación con el segundo punto, el hecho de que la sección 364 establezca un sistema efectivo para la generación de liquidez en favor de empresas insolventes no significa que ella esté libre de riesgos. El principal riesgo en esta materia es el de la sobreinversión (*overinvestment*)⁴². Bajo determinadas circunstancias (proyectos riesgosos), una parte puede estar dispuesta a proveer al *DIP* financiamiento porque la recompensa es significativa. Mientras esta recompensa es internalizada por el financista, cualquiera pérdida es soportada, en primer lugar, por los acreedores prepetición. El tribunal encargado de analizar la petición de *DIP financing* debe, entonces, distinguir cuidadosamente entre las opciones de solucionar un problema de “subinversión” (*underinvestment*) y falta de liquidez, por un lado, y el riesgo provocar una situación de sobreinversión y la “expropiación” de valor que sufren los acreedores prepetición, por el otro.

BIBLIOGRAFÍA

- AMERICAN BANKRUPTCY INSTITUTE (2014). *Commission to Study the Reform of Chapter 11 (2012-2014) - Financial Report and Recommendations*. Disponible en <https://digital-commons.law.umaryland.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1096&context=books>
- AYER, John D., Michael BERNSTEIN & Jonathan FRIEDLAND (2004). “An Overview of Bankruptcy Litigation”, *ABI Journal*, vol. XXIII, No. 1. California.
- AYOTTE, Kenneth M. & David A. SKEEL Jr. (2013). “Bankruptcy Law as a Liquidity Provider”. *The University of Chicago Law Review*, vol. 80, number 41. Disponible en <https://chicagounbound.uchicago.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=5782&context=uclev> [fecha de consulta: Mayo 2021].
- BAINBRIDGE, Stephen (2004). “The Business Judgment Rule as Abstention Doctrine”, *Vanderbilt Law Review*, vol. 57, issue 1. Disponible en <https://scholarship.law.vanderbilt.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1665&context=vlr> [fecha de consulta: Mayo 2021].
- CERVANTES SAINZ S.C. (2017). *Considerations On DIP Financing In Mexico*. Disponible en www.corporatelivewire.com/top-story.html?id=considerations-on-dip-financing-in-mexico [fecha de consulta: Mayo 2021].
- CNUDMI (2004). *Guía legislativa sobre el régimen de la insolvencia*. Disponible en https://uncitral.un.org/es/working_groups/5/insolvency_law [fecha de consulta: Mayo 2021].
- GALLAGHER, Adam *et al.* (2020). “Is the New U.K. Restructuring Plan a Viable Alternative to Chapter 11?”. *ABI Journal*. Issue September. Disponible en www.abi.com.

⁴² Véase TRIANTIS (2020), n. 30 y AYOTTE & SKEEL (2013), n. 33.

- org/abi-journal/is-the-new-uk-restructuring-plan-a-viable-alternative-to-chapter-11 [fecha de consulta: Mayo 2021].
- HENNESSY, Christopher A. (2004). “Tobin’s Q, Debt Overhang, and Investment”. *The Journal of Finance*, vol. 59, No. 4. Disponible en www.jstor.org/stable/3694876 [fecha de consulta: Mayo 2021].
- JACKSON, Thomas H. (1986). *The Logic and Limits of Bankruptcy Law*. Washington DC: Beard Books.
- KIRKLAND & ELLIS (2020). *Corporate Insolvency and Governance Bill Published*. Disponible en www.kirkland.com/publications/kirkland-alert/2020/05/uk-insolvency-reform-bill-published [fecha de consulta: Mayo 2021].
- LUBBEN, Stephen J. (2012). “What We ‘Know’ About Chapter 11 Cost Is Wrong”. *Fordham Journal of Corporate & Financial Law*, vol. 17, issue 1. Disponible en <https://ir.lawnet.fordham.edu/jcfl/vol17/iss1/4/> [fecha de consulta: Mayo 2021].
- LUBBEN, Stephen J. (2020). “The Costs of Corporate Bankruptcy: How Little We Know”, in Barry ADLER (ed.). *Research Handbook on Corporate Bankruptcy Law*. Cheltenham/ Northampton: Edward Elgar Publishing Limited.
- MORGAN LEWIS & BOCKIUS LLP (2019). *Singapore grants first domestic dip financing application based on US law*. Disponible en www.lexology.com/library/detail.aspx?g=4c9e0833-8879-4029-83e5-46cf250af9e8 [fecha de consulta: Mayo 2021].
- MYERS, Stewart C. & Nicholas S. MAJLUF (1984). “Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do Not Have”. *Journal of Financial Economics*, vol. 13, Issue 2. Disponible en www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/0304405X84900230 [fecha de consulta: Mayo 2021].
- OON & BAZUL (2020). *DIP Financing-The Singaporean Way*. Disponible en <https://oonbazul.com/firm-news/oon-bazuls-restructuring-insolvency-practice-contributes-article-to-international-law-office-titled-dip-financing-the-singaporean-way> [fecha de consulta: Mayo 2021].
- SKEEL, David A., Jr. (2001). *Debt’s Dominion: A History of Bankruptcy Law in America*. Princeton University Press.
- SKEEL, David A., Jr. (2004). “The Past, Present and Future of Debtor-In-Possession Financing”. *25 Cardozo Law Review* 1905.
- SOLCARGO (2017). *DIP Financing in Mexico*. Disponible en www.lexology.com/library/detail.aspx?g=f7ef355c-f5d2-42ae-961f-c01db859ebca [fecha de consulta: Mayo 2021].
- TRIANITIS, George (2020). “Debtor-in-Possession Financing in Bankruptcy”, in Barry ADLER (ed.). *Research Handbook on Corporate Bankruptcy Law*. Cheltenham/ Northampton: Edward Elgar Publishing Limited.
- WALLACE, Ian & Christian PILKINGTON (2019). *Restructuring across Europe - a new era?* Disponible en www.whitecase.com/publications/alert/restructuring-across-europe-new-era [fecha de consulta: Mayo 2021].

YERAK, Becky (2020). "Hertz Sold \$29 Million in Stock Before SEC Stepped". *The Wall Street Journal*, August 10. Disponible en www.wsj.com/articles/hertz-sold-29-million-in-stock-before-sec-stepped-in-11597100128 [fecha de consulta: Mayo 2021].

Sentencias de tribunales extranjeros

- Bank of America National Trust and Savings Ass. v. 203 North LaSalle Street Partnership, 526 U. S. 434 (1999).
- Carlson v. Hallinan, 925 A.2d 506, 531 (Del. Ch. 2006).
- In re Ames Dep't Stores, Inc., 115 B. R. 34 (Bankr. SDNY 1990).
- In re Aqua Associates, 123 B. R. 192 (Bankr. EDPa 1987).
- In re Belk Props., LLC, 421 B.R. 221 (Bankr. ND Miss. 2009).
- In re Bexter Industries Corp., 58 B. R. 725 (Bankr. SDNY 1986).
- In re Braniff Airways, Inc., 700 F.2d 935 (5th Cir. 1983).
- In re Capmark Fin. Grp. Inc., 438 B. R. 471 (Bankr. D. Del. 2010).
- In re Cason, 190 B.R. 917 (Bankr. ND Ala. 1995).
- In re Chevy Devco, 78 B.R. 585 (Bankr. CD Cal. 1987).
- In re Crouse Group, Inc., 71 B. R. 544 (Bankr. EDPa 1987).
- In re Defender Drug Stores, Inc., 145 B.R. 312 (BAP 9th Cir. 1992).
- In re Delta Res., Inc., 54 F.3d 722 (11th Cir. 1995), cert. denied, 516 U.S. 980 (1995).
- In re Die Fliedermaus LLC, 232 B.R. 101 (Bankr. SDNY 2005).
- In re Fla. W. Gateway, Inc., 147 B.R. 817 (Bankr. S.D. Fla. 1992).
- In re Gen. Growth Props., Inc., 423 B.R. 722 (SDNY 2010).
- In re Iridium Operating, 478 F.3d 452 (2d Cir. 2007).
- In re Los Angeles Dodgers LLC, 457 B.R. 308 (Bankr. D. Del. 2011).
- In re Monarch Circuit Industries, Inc., 41 B.R. 859 (Bankr. EDPa 1984).
- In re Papercraft Corp., 211 B.R. 813, 823 (Bankr. W.D. Pa. 1997).
- In re Republic Airways Holdings Inc., Case No. 16-10429 (SHL) (Bankr. SDNY 2016).
- In re Revco D.S., Inc., 901 F.2d 1359 (6th Cir 1990).
- In re Swedeland Development Group, Inc., 16 F.3d 552 (3rd Cir. 1994).
- In re Texlon Corp., 596 F.2d 1092 (2d Cir. 1979).
- In Vanguard Diversified, Inc. 31 B. R. 364 (Bankr. EDNY 1983).
- KeyBank N.A. v. Franklin Advisers, Inc., Adv. Pro. No. 19-01104, 16 (Bankr. SDNY 2020).
- Shapiro v. Saybrook Mfg. Co., Inc. (Matter of Saybrook Mfg. Co., Inc.), 963 F.2d 1490 (11th Cir. 1992).

United Sav. Ass'n of Tex. v. Timbers of Inwood Forest Assocs., Ltd, 484 U.S. 365 (1988).

U.S. Bank Trust Nat'l Assoc. v. Am. Airlines, Inc. (In re AMR Corp.), 485 B.R. 279 (Bankr. SDNY 2013), *aff'd*, 730 F.3d 88 (2d Cir. 2013).