

**Pontificia Universidad Javeriana**

---

**From the Selected Works of Fernando Castillo Cadena**

---

2004

# Créditos Asegurados, Derechos No aislados y Tasas de interés

Fernando Castillo Cadena, *Pontificia Universidad Javeriana*



Available at: [https://works.bepress.com/fernando\\_castillo\\_cadena/2/](https://works.bepress.com/fernando_castillo_cadena/2/)

ESTUDIOS DE ANÁLISIS ECONÓMICO DEL DERECHO

# CRÉDITOS ASEGURADOS, DERECHOS NO AISLADOS Y TASAS DE INTERÉS

FERNANDO CASTILLO CADENA \*

## Sumario

Extracto

Introducción

A. Los créditos asegurados

1. Una teoría de los créditos asegurados
2. La eficiencia de los créditos asegurados
3. Las implicaciones de la existencia de créditos asegurados

B. Los derechos no aislados y las tasas de interés

C. Los supuestos que no permiten el aislamiento del crédito asegurado

1. La regla de prelación de créditos
2. El riesgo de impago de los créditos privilegiados y sus consecuencias sobre los créditos asegurados
3. La regla consensual del crédito
4. La reducción de garantías
5. Créditos asegurados, créditos ordinarios y tasas de interés

D. Un vistazo a las cifras

1. Pago de los créditos asegurados
2. Cambio en la prelación del crédito

---

\* Doctor en derecho por la Universidad Complutense de Madrid. Con formación básica de abogado por la Universidad Santo Tomás, es magíster en derecho económico por la Pontificia Universidad Javeriana.

### 3. Reducción del valor de la garantía

#### E. Algunas conclusiones

#### Bibliografía

## EXTRACTO

En el presente trabajo se realiza un estudio de los créditos asegurados en el marco jurídico colombiano. Sobre la base de que los derechos del acreedor asegurado, en relación con la garantía real, no se encuentran debidamente aislados en la legislación; se asume, como hipótesis para su comprobación, *ceteris paribus*, que dichos acreedores no tienen un incentivo para cobrar al deudor una tasa de interés muy diferente a la que cobran los acreedores ordinarios por la cobertura del riesgo de pérdida del crédito como resultado de un procedimiento concursal. Posteriormente se analiza cada uno de los supuestos que impide el aislamiento del derecho del acreedor comprobándose la validez de la hipótesis presentada dado el marco jurídico actual. Se ofrece una comprobación empírica que, no obstante sus limitaciones por la escasa estadística actual, nos permite vislumbrar que el actual marco normativo impide la obtención de todos los beneficios deseables que impone un esquema de división de créditos con una regla de prelación entre ellos.

## INTRODUCCIÓN

Tradicionalmente la legislación civil y comercial en el derecho continental ha permitido la existencia de unos contratos accesorios que garantizan el pago de un crédito. Tales contratos los conocemos en el ámbito jurídico colombiano, cuando existe una garantía real, como contratos de prenda o de hipoteca. Desde el punto de vista legal los abogados hemos trabajado extensivamente las implicaciones de estos contratos; sin embargo, desde el punto de vista económico, hay consideraciones que no han sido estudiadas, al menos no suficientemente, a pesar de que existe una vasta literatura económica sobre el tema, desde luego, casi en su totalidad extranjera.

El presente trabajo tiene como objetivo realizar un análisis económico del tratamiento de los créditos con garantía real en la legislación colombiana y su incidencia sobre las tasas de interés.

Para llegar al objeto de estudio, en la primera sección analizaremos las razones económicas que sustentan la existencia de dichos créditos, en adelante créditos asegurados; su eficiencia e implicaciones. En la siguiente sección estudiaremos la relación entre los derechos no aislados y las tasas de interés. A partir de la identificación de tres normas que, al parecer, no permiten el aislamiento del derecho condicional del acreedor sobre la garantía en relación con la masa del deudor, estableceremos como hipótesis para su comprobación, manteniendo todo lo demás constante, que los acreedores asegurados no tienen incentivos para cobrar una tasa de interés muy diferente a la que cobran los acreedores ordinarios por la cobertura del riesgo de pérdida del crédito como resultado de un procedimiento concursal. En la tercera sección nos dedicaremos a estudiar los supuestos que no permiten el aislamiento del derecho del acreedor. Haremos un breve estudio de la regla vigente de prelación del crédito<sup>1</sup>; observaremos las implicaciones que tiene, sobre los créditos asegurados, el riesgo de impago de los créditos especialmente privilegiados, la regla de prelación consensual de crédito y la norma que autoriza la reducción del valor de la garantía. Llegaremos a la conclusión de que, dado que el derecho de los acreedores asegurados no se encuentra debidamente aislado en las normas jurídicas, no existe una razón por la cual, en nuestro país, la tasa de interés que cobran dichos acreedores asegurados sea muy diferente a la que cobran los acreedores ordinarios por la cobertura del riesgo de pérdida del crédito como resultado de un procedimiento concursal. En la siguiente sección comprobaremos, a la luz de los pocos datos conocidos, la

---

1 Dado que la Ley 550 autorizó la negociación de una prelación consensuada de créditos al interior de los acuerdos de reestructuración, cuando mencionemos la regla de prelación del crédito o prelación del crédito simplemente nos estamos refiriendo a la regla obligatoria de prelación de créditos de que trata el Código Civil y que debe aplicarse como regla general. Cuando nos refiramos a la prelación acordada, la denominaremos regla de prelación consensual o prelación consensuada.

validez de la hipótesis dada en la sección segunda y desarrollada en la sección tercera. Finalmente ofreceremos algunas conclusiones.

## A. LOS CRÉDITOS ASEGURADOS

### 1. UNA TEORÍA DE LOS CRÉDITOS ASEGURADOS

Para empezar, podemos señalar que existen cuatro clases de créditos en la legislación colombiana: los especialmente privilegiados, los asegurados, los privilegiados y los ordinarios. Los créditos especialmente privilegiados son aquellos que el legislador protege por alguna razón especial y que se pagan con antelación a cualquier otro crédito; posteriormente nos ocuparemos de este tema con más detalle. Los créditos asegurados, en forma simple, los definimos como aquellos contratos en los cuales se prevé que, en caso de incumplimiento, la obligación principal se pague con cargo a un bien, mueble o inmueble, que obra como garantía. Denominamos al bien que garantiza la obligación, en adelante, como colateral<sup>2</sup>. Los créditos privilegiados son aquellos que se pagan con antelación a los créditos ordinarios pero después de los créditos asegurados. Por último, los créditos ordinarios son aquellos que no responden a ninguna de las definiciones anteriores<sup>3</sup>. Superemos la digresión.

Los economistas han tratado de encontrarle un sentido económico a la norma jurídica que permite los créditos asegurados. Sabemos que en el mundo real existe una variedad de acreedores por cada deudor; por ello, para comprender los privilegios y las reglas de prelación de pagos, se debe tener la intuición de que cuando existe más de un acreedor que demanda su crédito contra un deudor, existe un problema

---

2 Dado que el presente trabajo trata sobre garantías reales, permítaseme llamar a la garantía con el castellanizado anglicismo 'colateral' para diferenciar la especie.

3 Denominamos créditos 'especialmente privilegiados' a los créditos de primera clase; 'créditos asegurados' a los de la segunda y tercera clase; créditos privilegiados a los de cuarta clase y, 'créditos ordinarios' a los demás.

potencial de acción colectiva (BAIRD, 1987). La existencia de los créditos asegurados implica una regla de prelación de créditos, de modo tal que, ante la falla del deudor, se pueda hacer un pago ordenado de los créditos en el orden obligatorio (o consensual) fijado.

Una versión inicial que se dio para respaldar la existencia de los créditos asegurados, y que fue desarrollada por la teoría de los derechos de propiedad, fue la de la creación de las ventas simuladas (BOWERS, 1994). En virtud de esta teoría el deudor ‘vende’ el colateral y simultáneamente firma un contrato accesorio bajo el cual la propiedad se retransmite tras el pago del precio putativo de recompra<sup>4</sup>. Sin embargo, esta teoría no es satisfactoria ni explica, en realidad, la naturaleza del contrato accesorio. La razón se halla en que si la propiedad del colateral pasa del deudor al acreedor, el bien podría ser capturado por los acreedores del acreedor. De esta forma el deudor toma un riesgo adicional dado que puede perder el bien que garantiza la deuda, lo que usualmente, no es la regla general en los créditos asegurados.

Una mejor teoría, sin embargo, parece ser aquella que nos muestra la necesidad que tiene el acreedor de asegurarse que el deudor honre su crédito dado el monto prestado y el riesgo. Esta visión fue dada por KRIPKE (1985) y CARLSON (1994). Dos formas de seguro podrían darse:

- 1) Que el deudor compre una póliza a favor del acreedor; y
- 2) Que el acreedor ‘aísle’ parte de su patrimonio para el pago del crédito, en forma preferencial a otros créditos, como seguro de pago en caso de incumplimiento de la obligación principal.

Si el deudor incumple, el acreedor se paga con el producto del colateral. De esta forma el deudor obtendría importantes recursos

---

4 Es lo que típicamente nosotros denominaríamos un contrato de reporto.

económicos, que de otra forma no conseguiría en el mercado; y el acreedor ‘asegura’ el pago de su acreencia.

La teoría legal nos habla de los derechos condicionales, tal y como los conocemos. La captura y realización del colateral sólo se da en caso de impago de la obligación principal. Así podemos hablar de un derecho contingente que sólo nace en caso de incumplimiento. Al darse el incumplimiento de la obligación, el acreedor vende el colateral y se paga con lo que obtenga por su venta. Con la ayuda de la teoría de los derechos de propiedad, podemos afirmar que el derecho del acreedor es un derecho de propiedad residual contingente<sup>5</sup>. No obstante, esta teoría legal encuentra su mayor sustento en la teoría del seguro, en la forma arriba señalada; que es la que mejor explica la existencia de los créditos asegurados.

Otros elementos debemos tener en cuenta como parte de dicha teoría en nuestro sistema jurídico. La condición para ejercer el derecho contingente debe cumplir dos requisitos: por un lado, la captura sólo se da por orden judicial, lo que impone costes de transacción al tenerse que probar el incumplimiento de la obligación principal y el derecho contingente que nace en razón de dicho incumplimiento. Por otro lado, el derecho que surge tiene como límite el pago íntegro de la obligación. Si de la realización del colateral se obtiene más dinero que el suficiente para pagar la obligación, el exceso es propiedad del deudor.

Pero, al fondo del asunto, ¿tiene alguna justificación económica la existencia de los créditos asegurados? Los académicos se hallan muy divididos en cuanto a la utilidad de mantener un sistema de créditos diferenciados y las reglas de prelación de pagos. De hecho algunos colocan este tema en la cesta de ‘*acertijos sin resolver*’. En el siguiente apartado estudiaremos las razones económicas en discusión.

---

5 Para la teoría económica, el derecho de propiedad significa tener derechos residuales de control. Se puede tomar cualquier decisión respecto al uso del bien que no esté controlada por la ley o asignada a un tercero por medio de un contrato. Véanse: MILGRON y ROBERTS (1993) 338-80. Un poco más al fondo, el derecho de propiedad *per se* es residual. En nuestro derecho la asignación de una función social y ecológica sobre la propiedad limita los atributos del dominio.



## 2. LA EFICIENCIA DE LOS CRÉDITOS ASEGURADOS

Los acreedores asegurados, generalmente, responden al perfil de entidades de crédito como bancos, compañías de crédito, etc.; es decir, suministran el capital mientras que los acreedores ordinarios son aquellos que se encargan, en su mayor parte, de suministrar las materias primas y otros bienes necesarios para la operación rutinaria de la empresa. Lo que parece resaltar esta diferenciación, es que los acreedores más fuertes son los que obtienen los privilegios mientras que aquellos más débiles, en caso de falla, pueden recibir poco o nada por sus créditos. Analicemos cuáles razones de eficiencia se pueden hallar en la defensa de los créditos privilegiados.

Se sostiene que la existencia de los privilegios es eficiente, si los beneficios de la empresa deudora y los acreedores privilegiados son superiores a las pérdidas ocasionadas a los acreedores ordinarios (CABRILLO, 1989). La razón estriba en que el empresario se ve beneficiado por una menor tasa de interés que el acreedor asegurado otorga sólo por el hecho de la garantía. Sin embargo, los críticos señalan que, bajo la teoría neoclásica de las finanzas, no es posible atribuir una red de ganancias a los créditos asegurados. En realidad, nos encontraríamos ante un juego de suma cero donde las ventajas de los créditos asegurados se compensan con las desventajas de los créditos ordinarios. En un mercado de capitales perfecto, donde la información está disponible, los acreedores ordinarios ajustarían la tasa de interés en función del mayor riesgo que sufren por la menor cantidad disponible de activos del deudor para pagar sus obligaciones, de tal forma que la menor tasa de interés cobrada por los acreedores asegurados se compensaría con la mayor tasa de interés que cobrarían los acreedores ordinarios<sup>6</sup>.

JACKSON y KRONMAN (1979) señalan que si el diseño, monitoreo y la ejecución de las promesas contractuales dispara los costos, los créditos asegurados pueden ser un dispositivo de ahorro que, bajo condiciones competitivas, permite reducir aquellos que se ocasionan

---

6 Para una mayor explicación véase DRUKARCZYK (1991).

por pago de intereses en la empresa. El argumento se centra en que el crédito asegurado es una forma de eliminar el riesgo de mal comportamiento del deudor y, por consiguiente, es un mecanismo útil para rebajar los costos de vigilancia y monitoreo en que incurre el acreedor sobre la actividad del deudor. De esta manera el acreedor sólo incurriría en costes de vigilancia sobre el colateral, y no sobre toda la actividad o bienes del empresario. Como consecuencia de lo anterior, el acreedor estaría dispuesto a cobrar menos por el crédito. La pregunta relevante que surge es si la reducción de los costos individuales de vigilancia y monitoreo de los acreedores asegurados, generan una reducción de los costos totales de vigilancia y monitoreo. Si asumimos que, en un mundo sin créditos asegurados, todos los acreedores tienen iguales habilidades en vigilancia y monitoreo de la actividad empresarial y que deben soportar los costos de ejercer dichas conductas para obtener su pago<sup>7</sup>, podemos concluir que en un mundo con créditos asegurados habrá una reducción neta de los costos totales de vigilancia y monitoreo sobre la actividad del empresario.

El límite temporal de los préstamos también influye en la consideración a favor de los créditos asegurados. Por lo general, son los créditos a mediano y largo plazo los que vienen respaldados por una garantía mientras que los de corto plazo son créditos ordinarios. Se puede argüir, también, que los costos de negociación, confección, diseño y ejecución de contratos asegurados con cumplimiento a corto plazo llevarían a resultados ineficientes.

SCHWARTS (1981) demostró que, dada las suposiciones de información completa y acreedores neutrales al riesgo con expectativas homogéneas de falla de la empresa, la concesión de privilegios a favor

---

7 En caso de que no existieran privilegios, se aplicaría la 'ley del raponazo' como consecuencia de la regla del orden de llegada que caracteriza, en principio, a nuestro derecho preconcursal. Bajo esta regla el que primero demanda obtiene su pago; mientras que el segundo que demanda sólo obtiene su pago si se ha satisfecho el primero y así consecutivamente. Por tanto, todos los acreedores incurrirían en costes de vigilancia y monitoreo para iniciar la *carrera* por el pago de su crédito cuando tiene noticia de un incumplimiento del deudor, con el fin de cobrar su acreencia antes que los demás acreedores. Véanse JACKSON (1986); CASTILLO (2003).

de un grupo tiene efectos más allá de reducir el riesgo al prestamista privilegiado. La existencia de los créditos asegurados impide desvíos en la conducta del deudor tales como la conversión de los activos o la sustitución de los mismos. Este hecho es beneficioso no sólo para el acreedor asegurado sino también para el acreedor ordinario en tanto en cuanto se eliminan estas dos conductas posibles por parte del deudor.

Otros arguyen que el hecho de que el deudor otorgue una garantía a favor de un acreedor puede ser una señal de que las ganancias esperadas por parte del deudor son altas. Desde luego, como lo señala STIGLITZ (1991), los deudores son más optimistas, en relación con los beneficios esperados de sus proyectos, que los acreedores. Así, si los acreedores asegurados desembolsan nuevos recursos al deudor, los acreedores ordinarios obtendrían una ‘señal’ de que las inversiones del deudor tendrán buenos rendimientos y con ello, tendrán una motivación adicional para otorgarle nuevos créditos al deudor<sup>8</sup>.

En general, los académicos se inclinan más por mantener un sistema de créditos privilegiados que por eliminarlos. En Colombia, asumimos que la ley confía en que los créditos privilegiados y asegurados (y la regla de prelación del crédito) brindan eficiencia al mercado toda vez que dichas figuras permanecen en la legislación.

### 3. LAS IMPLICACIONES DE LA EXISTENCIA DE CRÉDITOS ASEGURADOS

Del anterior apartado podemos sustraer, como corolario, que los acreedores asegurados cobran una menor tasa de interés que los acreedores ordinarios debido a la posibilidad de pago de la obligación con el colateral, a la reducción de los costes de vigilancia y monitoreo

---

8 Los acreedores asegurados, que por lo general son entidades financieras, realizan un estudio bastante completo de la situación del deudor que incluye el análisis de los proyectos que el empresario espera desarrollar. Los acreedores ordinarios saben que estos estudios son serios y ponderados, e incurriendo en la conducta del ‘gorreón’ (*free rider*) hacen sus préstamos con mayor facilidad a aquellos acreedores que reciben nuevos préstamos asegurados.

y a la eliminación de conductas estratégicas por parte del deudor. Con base en ello, manteniendo lo demás constante, suponemos que la regla general en un esquema de división de créditos con una regla de prelación entre ellos, cuando el derecho del acreedor se encuentra perfectamente aislado de la masa activa del deudor, es:

$$I_k^a < I_k^o \quad (1)$$

Donde el término de la izquierda es el interés que cobra el acreedor asegurado durante el período  $k$ ; y el de la derecha es el interés que cobra el acreedor ordinario durante dicho período.

Por otro lado, tenemos que el acreedor cobra durante el plazo la tasa de interés usual por el crédito más una tasa de interés que equivale a la prima por el riesgo. Así que indistintamente cualquier acreedor cobrará un interés  $I_k$  que es igual a

$$I_k = i_{lr} + i_r \quad (2)$$

Donde  $i_{lr}$  es la tasa de interés que recibiría el acreedor por invertir en un activo libre de riesgo en el período  $k$ ; e  $i_r$  es la tasa de interés que cobra dicho acreedor por el riesgo de que no se le pague su acreencia. La tasa de interés libre de riesgo no varía para ninguno de los prestamistas sean ordinarios o asegurados. No obstante, la tasa de interés que se cobra a título de prima por el riesgo si varía en función de algunas variables. Existen varios riesgos que se incluyen dentro de esta tasa de interés: en primer lugar el riesgo por la situación económica del país, por ejemplo, la pérdida de la capacidad adquisitiva del dinero como consecuencia del manejo macroeconómico; en segundo lugar tenemos el riesgo del mercado particular en el que presta el acreedor<sup>9</sup>; en tercer lugar nos encontramos con el riesgo personal. Este riesgo va

---

9 Este riesgo se presenta a menudo de manera más visible en la banca de fomento que en la banca comercial. Sin embargo, puede que muchos bancos comerciales, por razón de la zona de sus negocios, terminen soportando todo el riesgo inherente a una actividad o sector de la economía.

de acuerdo a la situación previa del negocio del deudor y de los proyectos que pretende realizar. Existen otras variables que se incluyen en la cuantificación de la prima por el riesgo que no hemos enunciado; pero lo importante es tener en cuenta que la prima por el riesgo, manifestada en la tasa de interés  $i_r$ , cubre todos los riesgos que asume el prestamista por prestar el dinero a un cliente en particular.

En consecuencia con lo que venimos afirmando, la tasa de interés  $i_r$  que cobra el acreedor disminuye si el deudor otorga una garantía real. Pero no sólo importa que otorgue un colateral sino, también, la calidad del mismo. Al negociarse un crédito asegurado, el acreedor tiene en cuenta otro riesgo: el de desvalorización del activo por depreciación o desuetud o pérdida total. Para cubrirse de este último riesgo, el acreedor puede exigirle al deudor, por ejemplo, un seguro de pérdida o daños; sin embargo, para los dos primeros riesgos casi siempre estará expuesto; por tanto, la tasa de interés por el riesgo siempre será mayor a cero en reflejo de que el acreedor no puede cubrirse perfectamente ante todos los riesgos inherentes al crédito que se asegura con el colateral.

Por otro lado, el acreedor exigirá la suficiencia del activo; es decir, que el valor esperado de la venta del activo, en cualquier momento de la vigencia del crédito, sea suficiente para pagar el valor del crédito entendido como el valor del principal, de los intereses y de los gastos administrativos y judiciales necesarios para efectuar la venta y obtenerse el pago de la obligación.

En general, manteniendo todo lo demás constante, a mayor calidad y suficiencia del colateral menor será la tasa de interés que cobra el acreedor a título de prima por el riesgo. Obvia conclusión, es que los acreedores ordinarios, que no tienen asegurado el pago de su acreencia con un colateral, cobrarán a plenitud la tasa de interés por el riesgo que deben soportar. Es de esta forma como adquiere validez lo enunciado en la ecuación 1 arriba expresada.

## B. LOS DERECHOS NO AISLADOS Y LAS TASAS DE INTERÉS

La validez, eficacia y eficiencia de los créditos asegurados depende del fondo jurídico sobre el cual se aplique. No es lo mismo el resultado de la aplicación de la norma de los créditos asegurados en Estados Unidos, donde dichos créditos no hacen parte de la masa activa de la quiebra<sup>10</sup>, que en un país donde se puedan desconocer los derechos preconcursales al interior de un procedimiento concursal<sup>11</sup>. Actualmente muchas legislaciones concursales están soportando cambios estructurales que buscan mejorar la eficiencia del procedimiento. Es el caso de España; país que reformó el régimen concursal mediante Ley 22/2003. Como resultado de la reforma, se ha protegido en mejor manera el crédito asegurado pero en particular los derechos del acreedor<sup>12</sup>. A pesar de las diferencias en los marcos jurídicos, pueden encontrarse algunos principios básicos contra los cuales se puede contrastar la eficiencia de los créditos asegurados.

En general, en un crédito asegurado ideal debe garantizársele al acreedor, ante un eventual incumplimiento de la obligación principal por parte del deudor, la separación del colateral de la masa activa del deudor sin generar costes de transacción y el ejercicio del derecho condicional sin sujeción a ninguna otra eventualidad como, por ejemplo, el pago de otras obligaciones (incluidas las que hemos denominado

---

10 Véase el capítulo 5 del Código estadounidense de quiebras.

11 La prelación consensual de créditos, desarrollada en el derecho colombiano se ha venido considerando ineficiente. Véase CASTILLO, (2003). Autorizada por la Ley 550 dicha regla es limitada a los créditos ordinarios y asegurados: los créditos privilegiados no son susceptibles de prelación consensual. De acuerdo con el pensamiento mayoritario, el procedimiento concursal, en ningún caso, debe servir de instancia para cambiar los títulos relativos.

12 De acuerdo a dicha Ley el acreedor asegurado tiene derecho incondicionalmente al producto de la realización del colateral. La excepción se encuentra cuando el colateral es un bien necesario para la actividad de la unidad económica; caso en el cual, el acreedor recibe de la masa el valor íntegro del crédito. En caso de reestructuración (convenio) éste sólo afecta al acreedor si firma la propuesta, adhiere a ella o vota a su favor. Véase en el *BOE* número 164 del 10 de julio de 2003.

especialmente privilegiadas). Cuando el acreedor tiene plenamente garantizados estos dos derechos, decimos que sus derechos se encuentran perfectamente aislados. Sólo de esta manera se puede percibir todos los beneficios que se derivan de la existencia de una división de créditos y una regla de prelación de pagos entre ellos.

En general, entre más aislados se encuentren los derechos de los acreedores asegurados en relación con la masa activa del deudor, menor será la tasa de interés por el riesgo en el crédito asegurado<sup>13</sup>. Esta idea debe examinarse con extremo cuidado. De un lado la posibilidad de que el acreedor disponga del colateral sin mayores trabas adicionales a las usualmente reconocidas (necesidad de un proceso judicial, venta mediante remate, etc.) daría mejores resultados traducidos en tasas de interés de riesgo más bajas. Pero por otro lado, la separación de un bien necesario para la actividad empresarial, puede reducir la masa activa de un potencial concurso de acreedores, imponiendo mayores costos a todos los participantes. Esta última afirmación no la desarrollaremos en el presente trabajo; acá sólo nos interesa dejar esbozada esta idea con el fin de señalar que el ‘aislamiento’ de los derechos del acreedor no significa, necesariamente, la disposición efectiva del colateral sino la protección efectiva y total de su crédito sin perjudicar, en lo posible, a otros potenciales acreedores<sup>14</sup>.

Afirmamos, a manera de hipótesis para su comprobación, que la legislación civil no aísla en forma satisfactoria los derechos que debieran tener los acreedores asegurados. En primer lugar, los créditos asegurados se pagan con el colateral siempre que los demás bienes alcancen para satisfacer los créditos especialmente privilegiados. Si

---

13 Decimos que el derecho del acreedor asegurado se encuentra aislado de la masa activa del deudor cuando éste se puede ejercer sin ninguna otra clase de condicionamiento diferente al incumplimiento de la obligación principal.

14 Es necesario tomar en cuenta que en el presente trabajo no estamos teniendo en cuenta la posibilidad de que el acreedor no disponga del activo cuando éste le da mayor valor a la unidad económica. En tales, casos se considera eficiente la previsión que permite al fondo común pagarle al acreedor asegurado el valor de su deuda por el colateral.

los demás bienes no alcanzan para honrar dichos créditos, el producto de la venta de los colaterales servirá para satisfacerlos en primer lugar<sup>15</sup>. De ello resulta que, en principio, los acreedores asegurados en realidad son *parcialmente* asegurados. En segundo lugar, la posibilidad de establecer una regla consensual de prelación de créditos en detrimento de la regla legal comporta un cambio de las reglas de juego que puede perjudicar el orden de pago de los créditos asegurados. Por último, la norma que permite reducir el valor de las garantías hasta 1.5 veces el valor (suponemos que actual) del crédito atenta contra el principio de suficiencia; como resultado el acreedor asegurado cobrará una mayor prima para compensar el riesgo de que una parte de la deuda (o toda) no le sea satisfecha.

Dado que los derechos del acreedor asegurado no se encuentran perfectamente aislados, afirmamos, manteniendo todo lo demás constante, que en Colombia no existen razones económicas por las cuales el acreedor cobre una tasa de interés, por los créditos asegurados, muy diferente a la que cobran los acreedores ordinarios por la cobertura del riesgo de pérdida del crédito como resultado de un procedimiento concursal. Es decir, *ceteris paribus*, la tasa de interés de los créditos asegurados tiende a ser la misma que la tasa de interés de los créditos ordinarios y, como resultado:

$$I_k^a \approx I_k^o \quad (3)$$

La razón se halla en que el acreedor asegurado debe incurrir en los costos típicos de vigilancia, monitoreo y demás sobre la actividad empresarial por el hecho de no tener su derecho condicional (el acceso al colateral en caso de incumplimiento del contrato) totalmente disponible por razón del aislamiento efectivo del crédito asegurado. Estos costos, desde luego, los trasladará al deudor en forma de tasa de interés.

---

15 Véanse los artículos 1498 y 1500 del Código Civil.



Si esto es así, podríamos concluir que la actual división entre créditos asegurados y ordinarios no tiene sentido económico. Como consecuencia directa, la eficiencia que potencialmente se le asigna a la división de créditos, no se conseguiría con el marco jurídico actual. Es decir, el beneficio social esperado que se obtendría se vería bastante disminuido o anulado y los costes sociales esperados se incrementarían produciendo una situación ineficiente. El empresario y los deudores ordinarios incurrirían en mayores costos. Por un lado el empresario soportaría la mayor tasa de interés (parecida a la de los créditos ordinarios) y todos los costos de transacción impuestos por la negociación, estipulación y ejecución del contrato de garantía. Por otro lado, para los acreedores ordinarios la mayor tasa de interés, a favor de los acreedores asegurados, aumentaría el riesgo de impago de su acreencia dado el mayor valor de la deuda asegurada y la posición de privilegio de la misma.

En la siguiente sección verificaremos si los supuestos que hemos señalado evitan o no el aislamiento del crédito asegurado y si, como consecuencia de ello, no existe un argumento económicamente válido para que los acreedores asegurados ofrezcan una tasa de interés mucho más baja que la que ofertarían, *ceteris paribus*, los acreedores ordinarios.

### C. LOS SUPUESTOS QUE NO PERMITEN EL AISLAMIENTO DEL CRÉDITO ASEGURADO

Antes de analizar cada uno de los supuestos que no permiten el aislamiento del crédito asegurado, explicaremos la regla de prelación de créditos; posteriormente analizaremos cada uno de los supuestos y finalmente, determinaremos si existe alguna razón para que, por causa de éstos, el acreedor asegurado cobre una tasa más o menos parecida a la que cobraría un acreedor ordinario.

## 1. LA REGLA DE PRELACIÓN DE CRÉDITOS

La regla de prelación de pagos adquiere su mayor relevancia cuando se da la quiebra de una persona, originando un problema potencial de acción colectiva que debe resolverse mediante un procedimiento colectivo<sup>16</sup>. Los procedimientos concursales buscan, es su naturaleza, dar solución a un problema de *fondo común*<sup>17</sup>. El reunir a los acreedores y al deudor en un foro e impedir que los activos del deudor sean vendidos ‘por piezas’, permite una solución más eficiente para todos los participantes, como grupo, que la que se daría en el caso de imponerse la regla de orden de llegada.

Cuando existe una regla de prelación de pagos que es respetada al interior de un procedimiento concursal, cualquiera sea su naturaleza, se eliminan costes de transacción que, además, son ajenos al fin que se persigue con el concurso. De acuerdo con JACKSON (1986) el procedimiento concursal no es la instancia para cambiar los títulos relativos de los acreedores. Eliminando la posibilidad de cambiar los títulos relativos, al interior del procedimiento concursal, se evita la utilización estratégica de los procedimientos concursales. MECKLING (1977) afirma que si la estructura de prioridad de la deuda, como fue acordada por las partes, pudiera ser violada en un procedimiento concursal, los acreedores serían reacios a invertir.

Nuestro derecho recoge como regla general ambas previsiones normativas. De un lado obliga a la conformación del foro y, del otro, respeta los títulos relativos preconcursales en la quiebra. Más adelante analizaremos la norma que permite establecer una prelación consensuada que, como hemos anotado, es la excepción a la regla.

---

16 Aunque la denominación legal actual es “liquidación obligatoria”, utilizaremos por comodidad, simplicidad y definición la palabra ‘*quiebra*’. Pues es, en sentido estricto, la ‘quiebra’ de la persona la que da origen a la ‘liquidación obligatoria’ de sus activos para pagar sus pasivos. Utilizaremos *liquidación obligatoria* cuando nos refiramos al procedimiento.

17 Una clara visión del problema del fondo común puede ser dada por la famosa explicación de la “Tragedia de los comunes”. Véanse BELL (1986); JACKSON (1986).

La regla de prelación de créditos establecida en el Código Civil divide a los créditos en tres clases: los créditos privilegiados, los hipotecarios y los ordinarios. Para nuestro análisis esta clasificación no nos satisface. En primer lugar porque los créditos de segunda clase encajan mejor en lo que denominamos créditos asegurados<sup>18</sup>. En segundo lugar porque los créditos de cuarta clase, que también son privilegiados, no atacan los créditos asegurados aunque se paguen, en prelación, antes que los créditos ordinarios; en otras palabras su privilegio es únicamente sobre los créditos ordinarios. Por ello, mantenemos una clasificación que divide, en general, la prelación de créditos en cuatro: créditos especialmente privilegiados, créditos asegurados, créditos privilegiados y créditos ordinarios.

Los créditos especialmente privilegiados, en muchas ocasiones, no tienen su origen en la actividad productiva de la empresa: los alimentos debidos, las expensas funerarias del deudor, los gastos de enfermedad, etc. La justificación del privilegio de estos créditos responde, en varios casos, a consideraciones de justicia distributiva más que a razones económicas. Otros créditos especialmente privilegiados como los salarios y las prestaciones sociales tienen una base económica fuerte para sustentar su privilegio<sup>19</sup>. Por otro lado, se han encontrado razones de eficiencia por las cuales el tesoro público debiera ser tratado como

---

18 Los créditos de segunda clase se encuentran regulados por los artículos 2497 y 2498 del Código Civil. Si nos enfocamos, por ejemplo, en el numeral 3 del artículo 2497, nos encontramos con el 'privilegio' del acreedor prendario sobre la prenda. Esto antes que un 'privilegio' es un derecho condicional del acreedor ya que se basa en el otorgamiento de una garantía que asegura el pago de un crédito. Podríamos establecer más o menos lo mismo respecto de los otros dos numerales. Sin embargo, lo más importante es que, en caso de déficit en los créditos de primera clase, los bienes objeto de gravamen en la segunda clase están llamados a financiar los créditos de la primera clase. Por otro lado, los acreedores de segunda clase no tienen privilegio frente a los de tercera clase. En otras palabras, si los bienes afectos a los créditos de segunda clase no alcanzan para pagar los respectivos créditos, los acreedores no pueden tomar bienes de la tercera clase para cobrarse el déficit.

19 La teoría de los contratos implícitos nos permite ver la razón económica que sustenta el privilegio. Básicamente, esta teoría nos lleva a la existencia de un contrato de seguro que protege al trabajador de las fluctuaciones de su salario si éste estuviera atado al producto marginal del trabajo. Véase CABRILLO (2002).

un acreedor ordinario<sup>20</sup>; sin embargo, la legislación colombiana les concede privilegio.

Los créditos asegurados, en general, tienen dos particularidades: en primer lugar, si el producto de los bienes no gravados es insuficiente para honrar íntegramente los créditos especialmente privilegiados; el producto del colateral debe destinarse a satisfacer el pago de dichos créditos especialmente privilegiados. En segundo lugar, si con el producto del colateral no se alcanza a pagar la acreencia garantizada, los acreedores asegurados concurren con los ordinarios a prorrata. De esta forma si el colateral no es suficiente para el pago de la acreencia asegurada, los acreedores ordinarios, como grupo, ven disminuidas sus expectativas de pago en proporción directa al déficit.

## 2. EL RIESGO DE IMPAGO DE LOS CRÉDITOS PRIVILEGIADOS Y SUS CONSECUENCIAS SOBRE LOS CRÉDITOS ASEGURADOS

En el apartado C hemos sostenido que la legislación civil no aísla de manera contundente los derechos de los acreedores sobre los créditos asegurados; afirmamos que un crédito asegurado ideal debe permitir la separación del colateral de la masa activa del deudor sin generar costes de transacción y, además, que el derecho condicional no debe estar sujeto a ninguna otra eventualidad tal como, por ejemplo, el pago de otras deudas (así sean privilegiadas). En el anterior numeral hemos señalado que si los bienes no gravados del deudor son insuficientes para cubrir los créditos especialmente privilegiados, los colaterales están llamados a financiar, en primer lugar, dichos créditos. Además, en caso de darse esto último, ya que los bienes no gravados quedan exhaustos, los acreedores asegurados no tienen posibilidad de cobrar el déficit a

---

20 Desde el punto de vista de la administración del riesgo, el erario tiene mayor facilidad para cubrirse del impago de sus acreencias que cualquier otro acreedor asegurado u ordinario. Desde el punto de vista de la función de utilidad del estado y de un pequeño acreedor, el bienestar de este último mejora enormemente con el pago de la deuda de difícil recaudo mientras que la utilidad del erario no será muy diferente. Véanse ALBERT y ARTÉS (2003).

prorrata con los créditos ordinarios. De esta forma, es claro que el acreedor asegurado tiene un riesgo de impago de su crédito y que, por tanto, cobrará una prima adicional por este riesgo específico. El interés esperado que cobrará el acreedor se verá incrementado de manera proporcional a la exposición que sufra por este riesgo.

El interés esperado está determinado por la probabilidad de pago normal del crédito y la probabilidad de que no se pague dicho crédito de acuerdo con la obligación principal. Para el primer caso el acreedor cobrará, todo lo demás constante, una tasa de interés muy parecida a la tasa de interés libre de riesgo que se cobra en el mercado; y para el segundo caso cobrará una tasa (esperada) de interés de riesgo<sup>21</sup>, dada la probabilidad de recuperar el valor del crédito con el colateral.

Es decir, la tasa esperada de interés de riesgo está determinada en este último caso, manteniendo todo lo demás constante, por la probabilidad de disposición del colateral  $p$ , la probabilidad de no poder disponer del colateral  $(1-p)$  y las tasas aplicables de interés de riesgo  $i_{r1}$  (cuando el colateral es suficiente y está aislado para satisfacer el crédito) y la tasa de interés de riesgo cuando no se puede disponer del colateral  $i_{r2}$ , en donde  $i_{r2} > i_{r1}$ . De modo tal que:  $I_{re} = i_{r1} * p + i_{r2} * (1-p)$ . Si el colateral estuviera perfectamente aislado, de lo que consideramos la masa activa del deudor, la probabilidad de no disponer de él sería muy baja y la tasa de riesgo no sería demasiado diferente de la tasa de interés tasa libre de riesgo

No obstante, la norma jurídica analizada involucra la posibilidad de que los acreedores asegurados sean despojados, en todo o en parte, de su derecho condicional al colateral para satisfacer a los acreedores de la primera clase. Al existir esta probabilidad, el peso relativo de la tasa  $i_{r2}$  será mayor al peso de la tasa  $i_{r1}$ , lo que supone que el interés esperado de riesgo será más alto debido a que los acreedores asegurados perciben que pueden ser despojados de su derecho sobre el colateral, en cualquier momento de la vigencia del crédito, para honrar los créditos de los acreedores especialmente privilegiados.

---

21 En este caso la tasa de interés de riesgo incluye la tasa libre de riesgo. Son los puntos adicionales a esta tasa los que obran como prima por el riesgo.

### 3. LA REGLA CONSENSUAL DEL CRÉDITO

La segunda causa que impide el aislamiento del derecho del acreedor asegurado es la posibilidad de estipular una prelación consensual en un procedimiento concursal, desde luego, en forma posterior al otorgamiento de dicho crédito.

La Ley 550 estableció la posibilidad de fijar en un acuerdo de reestructuración una regla de prelación diferente a la legal. Esta prelación consensual se puede pactar con el voto favorable del 60% de los créditos reconocidos a favor de los acreedores externos e internos siempre que dichos votos provengan de al menos tres clases de acreedores<sup>22</sup>.

La norma en una mezcla de reglas de propiedad y de responsabilidad, otorga derechos a los acreedores internos, que son los socios o accionistas<sup>23</sup>. CASTILLO (2003) concluyó que la presencia de acreedores internos al interior del foro no es deseable: de un lado le crea incentivos *ex ante* a esa clase para disparar el procedimiento de recuperación con el fin de buscar quitas y rebajas de los demás acreedores, incluidos trabajadores y pensionistas; y por otro lado, induce a mayores costes de negociación entre clases de acreedores. Bajo su argumento, los acreedores internos, individualmente considerados, no debieran participar en la negociación del acuerdo.

La norma exige que el voto aprobatorio provenga de tres clases de acreedores. Aunque pareciera ser un requisito bastante complicado de satisfacer, en realidad, esta previsión es fácil de cumplir. La razón se halla en los incentivos que tiene cada clase de acreedor. Los trabajadores y pensionados tienden a proteger su puesto de trabajo y votarán

---

22 La posibilidad de la prelación consensual se encuentra autorizada por el numeral 12 del artículo 34 de la Ley 550. Las posibilidades de esta prelación consensual son limitadas en tanto en cuanto los créditos especialmente privilegiados no son susceptibles de negociación. Por tanto, los únicos afectados con una posible prelación consensuada son los créditos asegurados en beneficio de los créditos ordinarios.

23 G. CALABRESI y A.D. MELAMED, (1972) "*Property Rules, Liability Rules, and Inalienability: One View of the Cathedral*", *Harvard Law Review* 85, págs. 1092. Al momento de la negociación del acuerdo el acreedor interno tiene una regla de propiedad; sin embargo, en caso de quiebra, su derecho se transforma bajo una regla de responsabilidad cuyo valor de intercambio es asignado por el Estado.

cualquier clase de acuerdo que evite la liquidación de la empresa; Los acreedores internos en sociedades con limitación de responsabilidad, dada su propiedad residual, son muy optimistas en relación con la viabilidad de la empresa; los acreedores especialmente privilegiados no sufren riesgo alguno en relación con el pago de su crédito por lo tanto votarán cualquier fórmula que aparezca viable; y los acreedores ordinarios, que son los que tienen bastante que perder en una eventual liquidación, se favorecen por el cambio en la prelación. Esto nos lleva a concluir que la exigencia de un número mínimo de clases de acreedores no tiene trascendencia alguna.

El único hecho que parece proteger al acreedor asegurado es el porcentaje requerido de votos ya que deben representar al menos un 60% de los créditos reconocidos. Podríamos suponer que, si los créditos asegurados representan más del 40% de los reconocidos, nunca se lograría la aprobación de una prelación consensual. Sin embargo, dado que el voto no es por ‘clases’ sino individual, es decir ‘por acreedor’, puede darse que varios acreedores asegurados voten a favor de una prelación consensual que perjudique a una parte de su clase pero que les favorezca en relación con su crédito específico.

A nuestros efectos, dado lo que hemos especificado, el acreedor asegurado realizará todas las previsiones posibles que lo protejan del cambio en la prelación del crédito en cualquier momento de vigencia de su contrato. Podemos concluir que el acreedor asegurado, dada la posibilidad de cambio involuntario de sus títulos relativos preconcursales, cobrará una prima por este riesgo específico, que se reflejará en la tasa de interés del crédito. Como es obvio, este riesgo no lo tiene un acreedor ordinario.

#### 4. LA REDUCCIÓN DE GARANTÍAS

La tercera causa identificada que impide el aislamiento del derecho del acreedor asegurado es la posibilidad de reducir el valor de la garantía<sup>24</sup>.

---

24 Esta posibilidad se encuentra reglamentada por el numeral 4 del artículo 34 de la Ley 550.

Este hecho atenta contra el principio de suficiencia del colateral. El legislador impone una regla muy parecida a la de responsabilidad en lugar de la regla eficiente, en este caso específico, que es la de propiedad. De esta forma sustituye los acuerdos privados, basados en la experiencia, para determinar la garantía suficiente que abra paso a la reducción de intereses a favor del deudor, por una norma obligatoria que induce a lo contrario.

El legislador asume que un crédito se puede garantizar con un colateral que represente 1.5 veces su importe; por tanto, se puede solicitar que, mediante proceso verbal, se reduzca la cobertura de la garantía a dicho límite. Al limitarse la cobertura de la garantía, el legislador autoriza, implícitamente, un segundo contrato asegurado con una garantía del mismo grado que la inicial

Un breve ejemplo nos ilustra la situación: supongamos una deuda asegurada con un valor actual de  $X$  y un colateral que vale  $3X$ . En la primera etapa, el empresario solicita la reducción de la cobertura de la garantía y el juzgador accede a ello reduciendo el derecho del acreedor sobre el colateral a  $1.5X$ . En esta misma etapa el deudor obtiene un nuevo crédito respaldado por el remanente de cobertura del colateral equivalente a  $1.5X$  (en total para ambos acreedores  $3X$ ). Ambos derechos asegurados son del mismo grado y sus coberturas frente al colateral están limitadas. En una segunda etapa supongamos que la empresa entra a liquidación obligatoria y que en el remate del bien sólo se obtiene  $1.5X$ ; supongamos que el valor de ambas deudas, en promedio, se mantiene cada una en  $X$ <sup>25</sup>. El resultado de estas suposiciones es que nos encontramos ante un déficit de  $0.25X$  para cada acreedor en condiciones de igualdad ( $0.5X$  en total). Un acreedor racional sustituirá este riesgo con una prima adicional, por no cobrar la totalidad de su crédito con el colateral.

La pregunta que resulta es: ¿qué tan válidas son estas suposiciones? Para iniciar debemos tener en cuenta que el avalúo es un valor contable

---

25 La suposición de este valor  $X$  (o más) es fiable. Cuando un deudor incumple se disparan los intereses de mora y los pagos por costas judiciales y agencias en derecho, que son cargados al producto del colateral, además de los pagos no realizados que producen la mora.



que no representa, necesariamente, el valor del bien en el mercado. Otros costos asociados como la depreciación o desuetud no son considerados al momento de fijarse este valor contable<sup>26</sup>. Por último, en caso de venta por la liquidación, el costo de oportunidad del bien, medido por el costo de vender dicho bien en momentos de prosperidad económica de la empresa, es alto. Esto nos lleva a concluir que el valor de un colateral se reduce sustancialmente, en primer lugar, por el paso del tiempo (lo que es apenas obvio) y, en segundo lugar, por efecto de una liquidación obligatoria o una terminación judicial de la disputa. Estos costes, además, son diferentes en razón de la naturaleza del bien: no sucede lo mismo con el valor de un bien mueble que con el valor de un bien inmueble.

El acreedor asegurado, que es generalmente una entidad financiera, conoce estos riesgos; por lo cual, ante la sola probabilidad de que exista una norma como esta, incrementará la tasa de interés esperada para cubrirse por el riesgo de reducción de la cobertura del colateral.

## 5. CRÉDITOS ASEGURADOS, CRÉDITOS ORDINARIOS Y TASA DE INTERÉS

A diferencia de lo que sucede con los créditos asegurados, los acreedores ordinarios cobran su acreencia después de que se paga, además de la deuda especialmente privilegiada, la deuda privilegiada. Además, el pago de los créditos ordinarios se hace a prorrata con el remanente de la masa activa.

Los créditos privilegiados tienen una particularidad: no se basan, en su gran mayoría, en el patrimonio del deudor sino en activos de propiedad de los mismos acreedores. En suma, podríamos señalar que son créditos sobre bienes ajenos que administra el deudor<sup>27</sup>. Para que

---

26 El valor de avalúo es un valor actual a la fecha en que el perito realizó el correspondiente peritazgo; no obstante, la subasta del bien, con base en dicho avalúo, puede llevarse, como mínimo, varios meses después.

27 Véase el artículo 2502 del Código Civil.

dichos créditos sean considerados privilegiados requieren que los actos en los cuales se origina se encuentren debidamente publicitados<sup>28</sup>. Dado que estos bienes, en general, no pertenecen al deudor, suponiendo que existe información disponible y completa, el acreedor no tiene un sustento racional para determinarlos como parte de la masa activa<sup>29</sup>. Por ello, manteniendo lo demás constante, tampoco tendrá motivo para cobrar una prima adicional demasiado alta, por el riesgo de que tengan que cubrirse estos créditos privilegiados, con cargo a la masa activa, antes que los ordinarios. No obstante parece claro que existe algún riesgo adicional; por tanto, sería lógico pedir una retribución adicional por este riesgo específico.

Si después de pagar los créditos privilegiados sobra algún remanente, éste debe repartirse a prorrata entre los acreedores ordinarios. Por tanto, el pago a favor de un acreedor ordinario no sólo depende del pago de los créditos especialmente privilegiados (que también afecta a los acreedores asegurados) y los privilegiados sino también del número y cuantía de los créditos ordinarios. Es claro, que estos acreedores ordinarios soportan un alto riesgo de impago de su crédito, por ello cobrarán una tasa de interés (la más alta del mercado) que cubra la prima por el riesgo que asumen.

Pero la pregunta, al fondo de este trabajo, es si la tasa de interés, que cobran los acreedores asegurados, *ceteris paribus*, se debe parecer a la tasa de interés que cobran los acreedores ordinarios.

Se ha venido considerando en la academia que, en un esquema jurídico con prelación de pagos y créditos asegurados, la tasa de interés de riesgo de los créditos asegurados debe ser más baja que la de interés de riesgo de los créditos ordinarios. Sin embargo, como hemos venido demostrando, ello sólo es así cuando el derecho residual

---

28 Código Civil, artículo 2504: "... y a favor de todos los bienes en que se justifique el derecho de las mismas personas por inventarios solemnes, testamentos, actos de partición, sentencias de adjudicación, escrituras públicas de capitulaciones matrimoniales, de donación, venta o permuta, u otros de igual autenticidad".

29 En un mercado organizado, con información perfecta, los acreedores conocen de antemano cuáles son los activos del deudor y la cantidad de créditos asegurados que soportan los deudores.

contingente del acreedor se encuentra debidamente aislado. Este no es el caso de la legislación colombiana.

Si bien es cierto que los créditos ordinarios tienen una clase privilegiada adicional que soportar, en relación con los créditos asegurados; no obstante hemos mostrado, en este apartado, algunas razones por las cuales la incidencia de estos créditos privilegiados en la tasa de interés de riesgo no debe ser importante.

El riesgo del prorrato tampoco hace la diferencia; de hecho los acreedores asegurados también toman en cuenta este riesgo en relación con el remanente del crédito que no alcanza a ser pagado con el colateral.

Dadas las normas que no permiten el debido aislamiento de los créditos asegurados, podemos afirmar que la prima que solicita el acreedor ordinario por cubrir estos dos riesgos específicos es muy parecida a la prima que cobraría el acreedor asegurado para cubrir los riesgos que soporta y que le implican, eventualmente, la reducción de la probabilidad de buen recaudo de su crédito por un cambio involuntario en la prelación del crédito o por la reducción del valor de la garantía, que permite la ley, o por una deuda excesiva a favor de los acreedores especialmente privilegiados. Corolario de todo lo anterior es que el acreedor asegurado, en la práctica, soporta un riesgo potencial, por razón de un procedimiento concursal, parecido al de un acreedor ordinario; y por ello, las tasas de interés, manteniendo lo demás constante, que cobra por sus créditos debe ser muy parecida a la que cobra un acreedor ordinario.

Bajo todos los argumentos anteriores pretendemos suficientemente mostrada la validez de la ecuación 3, que señala, *ceteris paribus*, que la tasa de interés que cobra el acreedor asegurado se parece mucho a la tasa de interés que cobra un acreedor ordinario dado que las normas no aíslan en forma satisfactoria los derechos de los acreedores asegurados.

#### D. UN VISTAZO A LAS CIFRAS

Realizar la comprobación empírica sobre cualquier modelo, por simple que sea, es tarea ardua; sobre todo cuando existen limitaciones en la

estadística nacional. Es el caso de la estadística realizada por la Superintendencia de Sociedades que mide más animosamente el cumplimiento de otras metas económico y sociales que debieran ser ajenas a los procedimientos concursales pero que son importantes para los fines del gobierno<sup>30</sup>. Sin embargo, intentaremos realizar algunos análisis con base en el informe que entregó el Superintendente de Sociedades en marzo de 2003<sup>31</sup>. A pesar de que se encuentran varios errores en él, la información que utilizaremos es aparentemente fiable.

## 1. PAGO DE LOS CRÉDITOS ASEGURADOS

El pago total de los créditos asegurados depende en primer lugar del pago de los créditos especialmente privilegiados; y en segundo lugar de la suficiencia de la garantía. Pero centrémonos en el primer hecho. Para ello, utilicemos el cuadro 1. Debe recordarse que el valor de los activos es un valor contable mientras que el valor de los pasivos es un valor cierto.

El gráfico 1 nos muestra que, en promedio, la situación de patrimonio de las empresas en liquidación obligatoria ha empeorado a partir del año 2000. Dado que el activo debe someterse a remate, supongamos dos posibles tasas de recuperación: el 70%, que corresponde a la primera convocatoria y el 40%, que corresponde a la tercera convocatoria. De acuerdo, con el cuadro 2 (que más abajo analizaremos) los créditos especialmente privilegiados corresponden al 14.72% del total de los créditos<sup>32</sup>. Además, supongamos que los

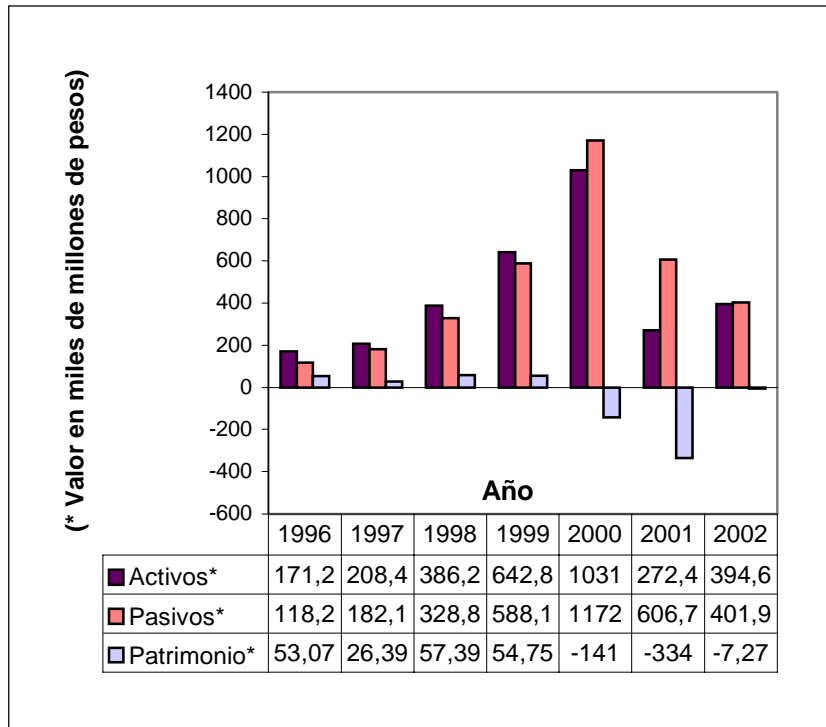
---

30 El objeto del procedimiento debiera ser liquidar empresas económicamente ineficientes o recuperar aquellas que puedan ser viables: es decir, aquellas empresas que en el corto plazo puedan pagar sus costos variables y en el largo plazo produzcan beneficios nulos. Véase WHITE (1989).

31 Superintendencia de Sociedades, *La Ley 550, tres años después*, marzo 2003, Informe presentado por el superintendente RODOLFO DANÍES LACOUTURE, Bogotá.

32 Este es el porcentaje promedio de los créditos especialmente privilegiados de todos los acuerdos de reestructuración celebrados hasta el 31 de diciembre de 2002. Creemos

GRÁFICO 1. Estado patrimonial de las empresas en liquidación obligatoria



Fuente: Supersociedades, 2003.

créditos asegurados representan, aproximadamente, el 40% del pasivo total. Analicemos con base en estos supuestos los datos del año 1998, 2001 y 2002. Estos años representan el punto más alto de patrimonio, el punto más bajo del patrimonio negativo y el punto más cercano al patrimonio nulo. El cuadro 1 nos entrega los resultados:

que este porcentaje promedio es mucho más alto en los casos de quiebra; no obstante, para hacernos a una idea utilizaremos este dato de los acuerdos de reestructuración, ya que es la única cifra real disponible.

## CUADRO 1. Patrimonio y pasivo recuperable

Año	1998	2001	2002
Activos*	386,22	272,43	394,6
Pasivos*	328,83	606,68	401,87
Patrimonio*	57,39	-334,24	-7,27
TR = 70%	270,35	190,7038	276,22
Pasivo recuperable	82,22%	31,435	68,73%
TR = 40%	154,49	108,97	157,84
Pasivo recuperable	46,98%	17,96%	39,28%
Pasivo esperado recuperable	57,55%	22,00%	48,11%
* en miles de millones de pesos			

Fuente: Superintendencia de Sociedades, 2003, cálculos propios.

En el año de 1998 el activo total promedio de las empresas en liquidación fue del orden de \$386,2<sup>33</sup>. Suponiendo una tasa de recuperación optimista del 70%, obtendremos un valor líquido, después del remate, de \$270,35. Como el pasivo es de \$328,8 anticipamos que una parte de la deuda no se va a pagar. En realidad se pagará el 82.22% del total de los créditos. En este caso, dado que la suma de los créditos especialmente privilegiados y asegurados representa el 54.7% del pasivo total, podemos concluir que se honrarán dichos créditos y que, además, se podrá pagar buena parte de los demás créditos. Sin embargo, cuando la tasa de recuperación es del 40%, observamos que una parte de los créditos asegurados no se va a pagar y que, de igual manera, no van a ser honrados los créditos privilegiados ni los ordinarios.

La situación más grave se presentaría en el año 2001 si la tasa de recuperación fuera del 40%. El activo líquido, después de remate, sólo alcanzaría para cubrir los créditos especialmente privilegiados y una pequeñísima parte de los créditos asegurados.

33 Nos estamos refiriendo a miles de millones de pesos.

Si utilizamos una medida de tendencia central que denominamos “pasivo esperado recuperable”, suponiendo una probabilidad del 50% en ambos eventos, tenemos que el 25% de los créditos asegurados serán honrados en el año 2001; y que en el año 2002 a duras penas alcanzará para pagar el 98% de los créditos asegurados.

Infortunadamente no tenemos estadística disponible que nos permite establecer con certeza cuál es el pasivo recuperable en la realidad. No obstante, creemos que la distribución de probabilidades es diferente a la arriba enunciada; de hecho, la intuición nos lleva a pensar que en aproximadamente el 70% de los casos la tasa de recuperación es del 40%. Debe tenerse en cuenta, como agravante, que en estos cálculos no hemos tenido en cuenta los gastos de administración de la quiebra que suelen ser representativos.

Por todo lo anterior, podemos afirmar que los acreedores asegurados corren con un importante riesgo de no recuperar su crédito y con ello, que tienen motivos justificados para cobrar unos puntos porcentuales de más a título de prima por este riesgo específico.

## 2. CAMBIO EN LA PRELACIÓN DEL CRÉDITO

La norma que permite fijar una prelación consensual del crédito dentro de un procedimiento concursal, como lo hemos demostrado, es otro factor que no permite aislar el derecho del acreedor asegurado.

La prelación consensual de pago se aprueba con el voto favorable del 60% de los créditos reconocidos. Esta prelación no afecta los créditos especialmente privilegiados; no obstante, dichos acreedores tienen la potestad de votar a favor o en contra de su estipulación. Como ya lo hemos señalado, la prelación consensual afecta sólo a créditos asegurados a favor de uno (o todos) los créditos ordinarios.

CUADRO 2. Total de votos admisibles y aprobatorios de los acuerdos celebrados entre 2000 y 2002

Clase	Votos admisibles	Participación porcentual en el total de votos admisibles	Votos aprobatorios	Participación porcentual en el total de votos a probatorios	Participación del grupo en la aprobación del acuerdo
Internos	504,742,615,580,0	20,25%	475,791,146,232,0	25,38%	94,26%
Laborales	60,118,052,525,0	2,41%	40,982,645,901,0	2,19%	68,17%
Entes públicos	144,311,102,818,0	5,79%	85,137,166,720,0	4,54%	59,00%
DIAN	162,556,454,314,0	6,52%	147,675,959,269,0	7,88%	90,85%
Financieros	1,028,673,690,221,0	41,28%	679,653,225,344,0	36,26%	66,07%
Otros	591,839,848,646,0	23,75%	445,252,050,077,0	23,75%	75,23%
Total	2,492,241,764,104,0	100,00%	1,874,492,193,543,0	100,00%	75,21%

Fuente: Superintendencia de Sociedades, marzo, 2003.

Desde luego determinar si esto se puede dar o no, excede cualquier previsión; no obstante, el cuadro 2 nos puede indicar algunos aspectos relevantes: en primer lugar, el requisito del 60% de los créditos reconocidos para votar la regla consensual de prelación, en promedio, no se obtiene sin el concurso de los acreedores asegurados ya que representan el 41.28% del total de los créditos reconocidos. Dado lo anterior, sólo en caso de que los acreedores asegurados no actúen como grupo se podrá autorizar una prelación diferente a la legal.

En segundo lugar, se observa que  $\frac{3}{4}$  partes del total de votos admisibles votaron aprobando el acuerdo. No tenemos datos de los votos en contra y de la abstención; pero dado que la aprobación de la regla de prelación consensual se da con el 60%, si un 40% del 100% de los votos asegurados votaran a su favor se lograría aprobar dicha prelación. Desde luego, este apoyo del 40% de los votos asegurados se daría si el potencial acuerdo también les mejora su posición relativa.

Por último, a modo de digresión, podemos comprobar algunas afirmaciones hechas en cuanto a los incentivos para votar un acuerdo de reestructuración. En general, observamos que son los acreedores externos los más optimistas, como grupo, en la votación del acuerdo: un 94.26% del grupo votó favorablemente el acuerdo; dicho optimismo lo comparte la DIAN, los acreedores ordinarios. Los menos optimistas fueron los acreedores asegurados con un 66.07% que votaron favorablemente el acuerdo.



### 3. REDUCCIÓN DEL VALOR DE LA GARANTÍA

La tercera norma que impide el aislamiento del derecho de los acreedores asegurados es aquella que permite la reducción de la garantía. Una forma de mostrar la insuficiencia de la previsión normativa para asegurar el pago de un crédito, es situarnos en el momento en que se remata los bienes en los juzgados haciéndonos una pregunta relevante ¿cuál es el valor esperado del colateral como consecuencia de la ejecución judicial? El valor esperado nos indica el promedio de valor entre diferentes situaciones dada la probabilidad de que ocurra cada una de ellas. En Colombia, existen tres bases de remate: el 70% del avalúo del colateral en primera convocatoria; el 50% en la segunda convocatoria y el 40% en las siguientes convocatorias. Suponiendo que el bien tiene un valor contable de  $1,5x$ , ¿cuál debe ser su valor esperado? Suponiendo  $1/3$  de probabilidades para cada evento, el valor esperado a recibir por el colateral es de  $0,79x$ . Es decir, bajo la previsión normativa actual y dada la distribución de probabilidades, si tenemos una deuda de  $x$  con un colateral de  $1,5x$ , dada una liquidación o ejecución judicial, el acreedor recibirá un total de  $0,79x$ . El remanente  $(x-0,79x)$  lo perdería el acreedor. Desde luego, como ya lo hemos afirmado, un acreedor racional calculará una prima por el riesgo por el valor esperado de esta pérdida y la traducirá en una mayor tasa de interés durante el plazo.

Siguiendo este mismo razonamiento, dada una distribución de probabilidades sobre la tasa de recuperación sobre el activo, cuál sería el valor esperado que debiera tener un colateral que sea suficiente para garantizar el pago total del crédito.

Para responder a ello, primero analicemos un poco las probabilidades sobre la tasa de recuperación. Infortunadamente, la estadística no recoge las cifras de la tasa de recuperación sobre el activo en cada uno de los procesos de liquidación. Sin embargo, recogeremos dos datos que se han extraído del informe de la Superintendencia de Sociedades. El primero: CASTILLO (2003) encontró que la tasa de evacuación de expedientes de liquidación obligatoria en la Superintendencia de Sociedades es del orden de 1.04% anual, que corresponde a 8,67 procesos evacuados por año, mientras que esa entidad admite a trámite

una media de 142,33 procedimientos al año. Además de percibirse una inminente congestión, la cifra nos revela que entre el momento de admisión y finalización del trámite pasa mucho tiempo. El coste económico es grande, por varias razones pero para este caso específico, porque los bienes se tornan obsoletos y se deprecian. Por tanto, a mayor duración del trámite menor tasa de recuperación sobre el activo. Este hecho se ve más agravado si tenemos en cuenta que, en Colombia de acuerdo con LIEBERMAN y HANNA (1990), las instalaciones de producción predomina el equipo obsoleto.

Intuitivamente, y a falta de más evidencia empírica, podríamos señalar que una distribución de probabilidades de la tasa de recuperación sobre el activo es aquella que nos señala que en un 70% de los casos de liquidación o ejecución judicial se recupera el 40% del valor del activo contable y que en el resto de los casos se recupera el 70% del valor del activo contable. Si  $VTC$  es el valor total del crédito, incluidos los costos por el probable procedimiento judicial e y el activo, representado por el valor contable del colateral; suponiendo un incumplimiento que lleva a una acción judicial y que el colateral se logra rematar en la tercera convocatoria, donde la tasa de recuperación es del 40%, el valor contable del colateral debe ser de  $(y=VTC/0,4=)$  2,5 veces el valor del crédito. Si el colateral se pudiera rematar en la primera convocatoria (base del 70%) el valor contable del colateral debiera ser del orden de 1,43 veces el valor total del crédito. Nótese que hemos incluido dentro del valor total del crédito el valor del procedimiento judicial (costas y agencias en derecho). Por tanto el valor contable esperado del colateral que asegure un crédito debe ser de:

$$\begin{aligned} VCE_y &= 0,7 (2,5) + 0,3 (1,43) \\ VCE_y &= 2,18 \end{aligned}$$

De acuerdo con nuestro cálculo, dadas las probabilidades, en cualquier momento de la vigencia del crédito, el valor contable del colateral debe ser de al menos 2,18 veces el valor del crédito. Un acreedor racional deduce que la reducción de la garantía al límite máximo

establecido por la norma restringe la probabilidad de pago total de la deuda, por tanto, cobrará una prima adicional por el riesgo al determinar que el colateral no es suficiente para el pago total de su crédito.

Por todo lo anterior, parece claro que un acreedor asegurado no tiene incentivos para cobrar una tasa de interés por este riesgo para sus créditos que sea muy diferente a la que cobraría un acreedor ordinario.

### E. ALGUNAS CONCLUSIONES

En un esquema de créditos asegurados, en el que se establece una regla de prelación de créditos, el orden jurídico debe aislar completamente el derecho de los acreedores asegurados con el fin de que produzca efectos deseables. Si no se aísla el derecho del acreedor, el esquema tiende a ser ineficiente por varias razones; entre otras porque duplica los costes de vigilancia y monitoreo sobre la actividad empresarial y, además, se siguen asumiendo los costos inherentes a la negociación, elaboración y ejecución del contrato de garantía. Como consecuencia de lo primero, el acreedor trasladará estos gastos administrativos al deudor en la tasa de interés que le cobra. En relación con lo segundo, el problema no es quién pague los costos sino que dichos costos se asumirán y no producirán beneficios, por tanto, la situación ineficiente está creada.

El Código Civil colombiano antaño ha contemplado una norma que evita el aislamiento total del derecho del acreedor. La razón de dicha norma se encuentra en cuestiones de justicia distributiva. La Ley 550 impuso dos nuevas normas que inducen al desconocimiento de los derechos del acreedor impidiendo, aún más, el aislamiento de dichos derechos. Estas normas que se supone facilitan la realización de los convenios de reestructuración, en realidad crean incentivos para cobrar mayores tasas de interés que perjudican, no sólo a las empresas con un procedimiento abierto; sino a todo el sector real de la economía ya que los acreedores racionales, con aversión al riesgo, castigarán el mayor riesgo que impone la posibilidad de que se apliquen dichas normas en todas las empresas que soliciten créditos.

El acreedor asegurado tiene razones suficientes, ante la falta de un aislamiento perfecto de su derecho condicional, para cobrar una tasa de interés más alta, a título de prima por el riesgo, que la que cobraría un acreedor asegurado en caso de un aislamiento perfecto de su crédito. El acreedor asegurado no tiene incentivos para cobrar una tasa de interés muy diferente a la que cobraría un acreedor ordinario dado que soporta riesgos adicionales que, incluso, pueden hacerle perder no sólo la prelación del crédito sino el pago de su acreencia a pesar del otorgamiento de la garantía a su favor.

Los datos empíricos confirman lo anterior: permiten prever que el activo contable de las empresas en trámite de liquidación obligatoria no alcanzará a cubrir, en promedio, la totalidad de los créditos asegurados; muestran que existe una probabilidad alta de que se negocie una prelación consensual del crédito y que, por ello, los acreedores asegurados pierdan su posición de privilegio; y sugieren que el límite legal de cobertura del colateral es bastante inferior e insuficiente para obtener de ella el pago total de la acreencia.

La tendencia actual en las reformas concursales de otros países busca el aislamiento de los créditos asegurados con el fin de lograr los beneficios máximos posibles que se derivan del esquema de créditos asegurados y de la prelación del crédito.

Una nueva reforma legal en Colombia debiera buscar el aislamiento efectivo de los créditos asegurados con el fin de hacer más beneficioso el sistema. Sin embargo, dadas las actuales condiciones constitucionales, parece imposible hacer desaparecer los privilegios de la primera clase del orden jurídico colombiano por razones de justicia distributiva. La discusión debiera darse en todo caso. Como antes lo hemos afirmado, en caso de que no pueda eliminarse algunos de esos privilegios indeseables, desde el punto de vista económico, en relación con los créditos asegurados sobre los colaterales; podría discutirse si los acreedores especialmente privilegiados o privilegiados debieran serlo.

## BIBLIOGRAFÍA

- ALBERT LÓPEZ-IBOR, R.; ARTÉS-CASELLES, J., «*Bankruptcy Proceedings and Government: Should Bankruptcy Law Grant Privileges To The Treasury?*», *German Working Papers in Law and Economics*: vol. 2003, article 9, 2003.
- BAIRD, D.G., 'A World Without Bankruptcy', *Law and Contemporary Problems*, 1987, págs. 173-93.
- BEBCHUK, L.A., "Ex Ante Costs of Violating Absolute Priority in Bankruptcy", *NBER Working Paper 8388*, Cambridge, MA, 2001, 21 págs.
- BELL, F.W., "Mitigating the Tragedy of the Commons", *Southern Economic Journal*, 52, 1986, págs. 653-64.
- BOWERS, J.W., 'Groping and Coping in the Shadow of Murphy's Law: Bankruptcy Theory and the Elementary Economics of Failure', 88, *Michigan Law Review*, 1990, págs. 2097-2150.
- BOWERS, J.W., 'Kissing Off Economics and Misunderstanding Murphy's Law: Carlson's On the Efficiency of Secured Lending', 80, *Virginia Law Review*, 1994, págs. 2215-2231.
- CABRILLO RODRÍGUEZ, F., "Labor Market Regulations and Bankruptcy Laws: An Implicit Contracts Approach", en *Konsequenzen wirtschaftsrechtlicher Normen*, homenaje a Clauss Ott en su 65º cumpleaños, DUV Gabler Edition Wissenschaft, 2002, págs. 67-79.
- CABRILLO RODRÍGUEZ, F., *Quiebra y liquidación de empresas. Un análisis económico del derecho español*, Unión Editorial S.A., Madrid, 1989.
- CALABRESI, G; MELANED, M.D., "Property Rights, Liability Rights and Inalienability: One View of the Cathedral" en *Harvard Law Review*, 85, 1972.
- CARLSON, D.G., 'On the Efficiency of Secured Lending', *Virginia Law Review*, 80, 1994, págs. 2179-2213.
- CASTILLO CADENA, F., *Análisis económico de las acciones concursales en el derecho comercial colombiano*, tesis doctoral, Universidad Complutense de Madrid, Madrid, 2003, 369 págs.
- CEPEDA, J.R., *Nuevo Código de Comercio*, Legis Editores S.A., Bogotá D.C., 2003, [CD ROM].
- DRUKARCZYK, J., "Secured Debt, Bankruptcy, and the Creditor's Bargain Model", *International Review of Law and Economics*, 11, 1991, págs. 203-21.
- HABIB, M.A. y JOHNSEN D.B., "The Financing and Redeployment of Specific Assets", *The Journal of Finance*, vol. 2, 1999, págs. 693-720.

- JACKSON, Th.H., *The Logic and Limits of Bankruptcy Law*, Cambridge (MA). Harvard University Press, 1986, 287 págs.
- JACKSON, Th.H.; KRONMAN, A.T., 'Secured Financing and Priorities Among Creditors', *Yale Law Journal* 88, 1979, págs. 1143-1182.
- KRIPKE, H., 'Law and Economics: Measuring the Economic Efficiency of Commercial Law in a Vacuum of fact', *University of Pennsylvania Law Review* 133, 1985, págs. 929-985.
- Ley 550 de 1999, *Diario Oficial* 43.836, Imprenta Nacional de Colombia, 30 de diciembre de 1999, Bogotá D.C.
- LIEBERMAN, I.A. y HANNA, J.C., "Colombia: reestructuración y modernización de la industria", *La economía colombiana. Temas de comercio y desarrollo*, Banco de la República, Bogotá, 1990, págs. 193-236.
- MECKLING, W.H., 'Financial Markets, Default and Bankruptcy: The Role of the State'. *Law and contemporary problems*, 41(4), 1977, págs. 13-38.
- MILGRON, P.; ROBERTS, J., *Economía, gestión y organización de la empresa*, Editorial Ariel, Barcelona, 1993.
- NELSON, G.S. y WHITMAN, D.A., 'Real Estate Finance Law', St. Paul, West Publishing Co., 1985.
- SARMIENTO PALACIO, E., *Fallas de mercado y motores de crecimiento económico*, Ediciones UNIANDES, Santa Fe de Bogotá D.C., 1993.
- SCHWARTZ, A., 'Security Interests and Bankruptcy Priorities. A Review of Current Theories', 10, *Journal of Legal Studies*, 1981, págs. 1-37.
- SCOTT, J.H. Jr., "Bankruptcy, Secured Debt, and Optimal Capital Structure", *The Journal Of Finance*, vol. XXXII, 1, 1977, págs. 1-19.
- SCOTT, J.H. Jr., "Bankruptcy, Secured Debt, and Optimal Capital Structure: Reply", *The Journal Of Finance*, vol. XXXIV, 1, 1979, págs. 253-60.
- SCOTT, R.E., 'Through Bankruptcy with the creditor's Bargain Heuristic', *University of Chicago Law Review*, 53, 1986, págs. 690-708.
- SMITH, C.W. Jr. y WARNER J.B., "Bankruptcy, Secured Debt, and Optimal Capital Structure: Comment", *The Journal Of Finance*, vol. XXIV, n° 1, 1979, págs. 247-51.
- STIGLITZ, J.E., 'Bankruptcy Law: Basic Economic Principles', en CLAESSENS, S; DJANKOV, S., y MODY, A., Edited by. *Resolution Of Financial Distress: An International Perspective On The Design Of Bankruptcy Law*, The World Bank Institute, Washington, 2001.
- Superintendencia de Sociedades, *Boletín estadístico*. <http://www.supersociedades.gov.co/ss/drvisapi.dll?MIval=sec&dir=128> (20 de octubre de 2003).

- Superintendencia de Sociedades, *Exposición de motivos del primer borrador del anteproyecto de ley de Insolvencia*, Bogotá, D.C., 2003.
- Superintendencia de Sociedades, *La Ley 550, tres años después*, informe presentado por el superintendente de Sociedades, Bogotá, D.C., 2003.
- United States Code Collection*, 2003, “Title 11. Bankruptcy”, <http://www4.law.cornell.edu/uscode/11/> (20 de octubre de 2003).
- WHITE, M.J., “The Corporate Bankruptcy Decision”, *Journal of Economic Perspectives*, vols. 3, 2, 1989, págs. 129-51.