



Facultad de Derecho

OPORTUNIDADES DE INVERSIÓN A LA LUZ DE LA NUEVA LEY CONCURSAL

Autor: Eduardo Arriero Casado
Director: Pablo Blanco Juárez

MADRID | Junio 2023

Resumen:

Los contextos de dificultad económica siempre entrañan fuertes implicaciones para el tejido empresarial de nuestro país. Para hacer frente a estas circunstancias, surgen mecanismos de ayuda para las empresas en situación de insolvencia.

En este sentido, el nuevo marco jurídico concursal incorpora novedades relevantes, potenciando dos soluciones en especial: los planes de reestructuración y la venta de unidades productivas.

Estas novedades se constituyen como interesantes oportunidades de inversión para todo tipo de fondos y empresas. Es por ello que el análisis de esta cuestión constituye el objeto principal de este trabajo.

Palabras clave: concurso de acreedores, insolvencias, planes de reestructuración, venta de unidades productivas, *distressed M&A*.

Abstract:

Contexts of economic difficulty always have strong implications for the business sector in our country. In order to face these circumstances, there are mechanisms to help companies in insolvency situations.

In this sense, the new insolvency legal framework incorporates relevant novelties, promoting two solutions in particular: restructuring plans and the sale of production units.

These novelties constitute interesting investment opportunities for all types of funds and companies. That is why the analysis of this issue is the main purpose of this paper.

Keywords: bankruptcy, insolvency, restructuring plans, sale of production units, distressed M&A.

ÍNDICE

I. INTRODUCCIÓN	6
II. PRINCIPALES NOVEDADES DE LA NUEVA LEY CONCURSAL	8
1. PLANES DE REESTRUCTURACIÓN	8
2. PREPACK CONCURSAL	8
3. CONVENIO CONCURSAL	8
4. CONCURSOS SIN MASA	10
5. SEGUNDA OPORTUNIDAD.....	10
6. MICROEMPRESAS.....	11
7. IMPLICACIONES DE ESTAS NOVEDADES PARA LOS INVERSORES.....	12
III. PLANES DE REESTRUCTURACION	13
1. INTRODUCCIÓN	13
2. CONCEPTO Y PRINCIPALES CARACTERÍSTICAS.....	14
3. EXPERTO EN LA REESTRUCTURACIÓN.....	15
4. POSIBILIDAD DE ARRASTRE DE ACREEDORES Y SOCIOS.....	16
4.1 Arrastre de acreedores	16
4.2 Arrastre de socios	17
5. OPORTUNIDADES DE INVERSIÓN EN EL CONTEXTO DE LOS PLANES DE REESTRUCTURACIÓN: CAPITALIZACIÓN DE DEUDA Y ARRASTRE	17
5.1 La capitalización de deuda	17
5.2 La posibilidad de arrastre como oportunidad de inversión: referencia a la Directiva de reestructuraciones	22
6. UNA CUESTIÓN DE ACTUALIDAD.....	24
IV. LA VENTA DE UNIDADES PRODUCTIVAS: EL PREPACK CONCURSAL	28
1. INTRODUCCIÓN	28
2. VENTA DE UNIDAD PRODUCTIVA VÍA PLAN DE REESTRUCTURACIÓN ...	28
3. VENTA DE UNIDAD PRODUCTIVA VÍA PREPACK CONCURSAL.....	30

4. PRINCIPALES CONCLUSIONES E IMPLICACIONES DE LAS NOVEDADES INTRODUCIDAS.....	31
5. OPORTUNIDADES DE INVERSIÓN EN EL CONTEXTO DE LA VENTA DE UNIDADES PRODUCTIVAS	33
V. CONCLUSIONES	36
VI. BIBLIOGRAFÍA	38

I. INTRODUCCIÓN

La nueva Ley Concursal, publicada en el Boletín Oficial del Estado el 6 de septiembre de 2022, viene a establecer un nuevo marco jurídico y regulatorio más ágil y eficaz, buscando potenciar mecanismos preconcursales de cara a evitar un excesivo aumento de procesos de liquidación concursal. Esta nueva regulación, aplaudida por unos sectores y criticada en otros, supone un acercamiento a los mecanismos existentes en otros países, fundamentalmente los de cultura anglosajona.

Sin embargo, hay que matizar que la reforma se inspira en la Directiva de reestructuraciones, que debía ser transpuesta a nuestro ordenamiento jurídico antes del 17 de julio de 2022. Por lo tanto, se realiza con cierto retraso con respecto a lo esperado¹.

Más si cabe, la relevancia de la cuestión analizada en el presente trabajo se encuentra potenciada por el difícil contexto en el que nos encontramos. Entre los factores que lo causan podemos mencionar la guerra de Ucrania, el aumento de los precios en general, el repentino aumento de los tipos de interés, el fin de la moratoria concursal, el pago de los créditos ICO...

Se cumplen nueve meses desde su aprobación, por lo que podemos aportar una visión preliminar acerca de su utilidad. Si bien se pretendía superar el estigma relativo a estas situaciones de insolvencia a través de la inclusión de los mecanismos preconcursales, de momento parece que esto no se ha producido. Y ello porque se sigue asociando a situaciones dramáticas, pero todavía es pronto para sacar conclusiones: la reforma es todavía muy reciente.

Además, diversos factores han contribuido a que esta tarea de culturización no haya tenido éxito a día de hoy. Por ejemplo, los privilegios del Estado relativos a la exoneración o quitas de sus créditos, algo que no se prevé en la Directiva de reestructuraciones, y el mal funcionamiento de los formularios en los concursos de microempresas, que son la mayoría de las empresas de nuestro país².

Por otro lado, hay que tener en cuenta un elemento casi consustancial a la Administración Pública, que es la lentitud y dilación en el tiempo de sus procesos. Uno de los elementos

¹ Ruiz, L., “La nueva Ley Concursal: balance tras seis meses de vigencia”, en *Expansión*, 24 de mayo de 2023 (disponible en <https://www.expansion.com/juridico/opinion/2023/05/24/646def95e5fdea680c8b4580.html>; última consulta 18/05/2023).

² Santos Olalde, I., “La nueva ley concursal: admite que necesitas ayuda y evitarás el concurso”, en *Cinco Días*, 24 de marzo de 2023 (disponible en: https://cincodias.elpais.com/cincodias/2023/03/23/legal/1679588582_027777.html; última consulta 18/05/2023).

esenciales en cualquier concurso de acreedores es el tiempo, por lo que la falta de agilidad y eficacia de la Administración³ pueden agravar situaciones que de por sí son críticas.

Las incertidumbres que encontrábamos en un principio se van resolviendo poco a poco. Precisamente analizaremos la actualidad de las cuestiones, pues es común ver en la prensa económica casos de insolvencias que se están resolviendo, o al menos de está intentando, con los recursos a cuyo análisis dedicamos el trabajo.

En efecto, estos recursos se conforman como la solución ideal para estas situaciones *distressed*. Es por ello que dedicaremos el grueso del trabajo al análisis de los institutos concursales, fundamentalmente los planes de reestructuración y la venta de unidades productivas, así como a las oportunidades de inversión que surgen a raíz de los mismos. Aunque estas oportunidades se dirigen principalmente a fondos más tradicionales (*private equity, special situations, deuda...*) que aún así se consideran inversiones alternativas, muchas de las oportunidades que se referenciarán también pueden ser de utilidad para otros tipos de inversores: fondos oportunistas, *Hedge Funds*, inversores industriales...

Asimismo, para poder analizar estas oportunidades de forma óptima, es necesario conocer las principales novedades introducidas por la nueva legislación concursal. Aunque no nos detendremos en aspectos puramente jurídicos, se detallarán asimismo sus implicaciones y consecuencias para la práctica.

³ Fundamentalmente los Juzgados de lo Mercantil, que son los competentes para conocer este tipo de procedimientos. Es notoria su infrafinanciación, lo que implica que no cuente con los recursos necesarios para hacer frente a un hipotético incremento exponencial de estos procesos.

II. PRINCIPALES NOVEDADES DE LA NUEVA LEY CONCURSAL

El 6 de septiembre del año pasado se publicó en el Boletín Oficial del Estado la Ley 16/2022, de 5 de septiembre, de reforma del Texto Refundido de la Ley Concursal. Si bien se publicó en tal fecha, entró en vigor a los veinte días, es decir, el 26 de septiembre. Nótese que la Ley no sólo afecta a los procedimientos posteriores a tal fecha, sino también a determinadas cuestiones de procedimientos iniciados con anterioridad.

Se detallan a continuación las novedades más destacables que la Ley Concursal trae consigo, pues la exposición de todas ellas requeriría de un espacio más amplio, no procediendo por tanto en el presente trabajo dados sus objetivos⁴.

1. PLANES DE REESTRUCTURACIÓN

Esta novedad constituye, a nuestro juicio, la más importante de entre las descritas junto con la que se detalla a continuación. No procedemos a explicar los planes de reestructuración en este apartado, pues lo haremos en un momento posterior de una forma pormenorizada dado su interés como oportunidad de inversión para todo tipo de fondos.

2. PREPACK CONCURSAL

Al igual que en el caso anterior, esta novedad goza de una gran importancia práctica. Frecuentemente utilizado en otros países de nuestro entorno, consiste en la venta de unidades productivas de la empresa en un momento anterior al concurso. De nuevo, nos limitamos a su mención en el presente apartado, pues su análisis lo realizaremos en un apartado posterior.

3. CONVENIO CONCURSAL

Son notables las novedades introducidas por la nueva Ley Concursal al respecto. Así, desaparecen las propuestas anticipadas de convenio, pudiendo presentarse las propuestas de

⁴ Thery, A., García-Alamán, B., Verdugo, J., Jiménez, J.M., “Principales novedades que incorpora la reforma del Texto Refundido de la Ley Concursal en el régimen de reestructuraciones e insolvencias español”, *Garrigues*, 6 de septiembre de 2022 (disponible en: https://www.garrigues.com/es_ES/noticia/principales-novedades-incorpora-reforma-texto-refundido-ley-concursal-regimen; última consulta 21/05/2023)

convenio como máximo quince días después desde la presentación del informe por parte del administrador concursal. De esta forma, si no se presenta una propuesta de convenio en tal plazo se inicia la fase de liquidación, finalizando por lo tanto la fase común.

Afirmamos por lo tanto que supone una simplificación a efectos procesales, teniendo en cuenta además que el plazo para aceptar o rechazar el mismo es de dos meses desde su admisión a trámite, prorrogable otros dos meses en caso de concurrencia de alguna causa justificada. Esta aceptación/adhesión al convenio se realiza mediante la simple firma de los acreedores, por lo que se elimina la figura de la junta de acreedores. Los acreedores ven modificados asimismo su tiempo de espera, fijándose el máximo en diez años y computándose los plazos anuales de los créditos ordinarios como trimestrales para los subordinados.

Otro de los aspectos que goza de una mayor importancia es el de las modificaciones estructurales, que alude, entre otros, a los procesos de fusión, escisión y transformación de empresas.

En este sentido, la nueva Ley establece que aquellas propuestas de convenio que recojan modificaciones estructurales deberán realizarse en nombre y con la aprobación de los representantes de las empresas afectadas por tales modificaciones estructurales propuestas. Además, debe mencionarse uno de los requisitos introducidos: ninguna de las sociedades afectadas⁵ por la modificación estructural debe tener, en ningún caso, un patrimonio negativo a causa de la misma.

Asimismo, se elimina para estos casos la facultad que los acreedores tenían para oponerse y se establece como finalización del concurso la inscripción de la modificación estructural que corresponda una vez acordada. Para casos que no impliquen modificaciones estructurales, se introduce la figura del “interés superior”, que faculta a los acreedores a oponerse a la aprobación judicial del convenio de que se trate. Otra de las novedades introducidas en este sentido es que se permite a los deudores solicitar la modificación del convenio aprobado judicialmente, pero sólo cuando hayan pasado dos años desde su aprobación.

En materia de capitalización de créditos, es decir, la conversión de los mismos en capital social de la empresa, ya sean acciones o participaciones sociales dependiendo de cada caso, se prevén novedades cuando existan convenios ya aprobados que incluyan la citada capitalización. De esta forma, se habilita a los administradores de la sociedad a realizar las ampliaciones de capital

⁵ Puede ser, por ejemplo, tanto la sociedad inicial, como la beneficiaria o una nueva sociedad que surja a consecuencia de la modificación estructural.

que resulten necesarias para la ejecución de estos convenios sin la necesidad de solicitar la aprobación de la junta de socios. No obstante, en un momento posterior profundizaremos en el fenómeno de la capitalización de deuda, pues goza de una gran importancia en situaciones como la actual.

4. CONCURSOS SIN MASA

En primer lugar, es preciso matizar a qué nos referimos con el término concursos sin masa. Éste alude a aquellos concursos en que la masa activa, es decir, el activo de la empresa, es significativamente insuficiente para hacer frente a la masa pasiva, es decir, a las deudas que deben saldarse.

La entrada en vigor de la nueva norma supone la eliminación de la figura del concurso exprés, sustituyéndolo por un sistema, en consonancia con las novedades de la Reforma, más garantista para los acreedores.

Concretamente, la declaración del concurso sin masa otorga los acreedores el derecho a nombrar un administrador concursal. Este administrador goza de competencias de vital importancia para los acreedores, pues es el competente para la elaboración de un informe acerca de la culpabilidad del deudor, para lo que lleva a cabo un análisis de los hechos acaecidos. En consecuencia, la afirmación de esta culpabilidad puede suponer la rescisión de determinados actos llevados a cabo por el administrador, así como la posibilidad de ejercitar acciones de responsabilidad contra éste. De nuevo, vemos presente aquí una de las reglas inspiradoras de la Reforma: mirar por el interés de los acreedores.

5. SEGUNDA OPORTUNIDAD

Hay que tener en cuenta que la segunda oportunidad se constituye como un proceso que no afecta a las sociedades en sentido estricto, sino tan sólo a las personas físicas: ciertos empresarios, autónomos... A estos últimos les podrá ser aplicable tanto el proceso de segunda oportunidad o como el específico de las microempresas, dependiendo del caso concreto.

Si bien nuestro estudio se centra en las oportunidades de inversión en sentido estricto y, por lo tanto, se circunscribe al ámbito estrictamente empresarial, consideramos importante destacar

las novedades introducidas en esta materia dada su importancia en la práctica relativa a las insolvencias.

Una de las novedades más relevantes en esta materia es la que se refiere a la vivienda habitual. Tradicionalmente el deudor podía perder prácticamente la totalidad de su patrimonio, incluida la vivienda habitual. Sin embargo, gracias a la reforma el deudor puede mantener su vivienda habitual en determinados casos y con la concurrencia de ciertos requisitos, como el acogimiento a un plan de pagos. Así, se permite que, si el deudor ha tenido una buena conducta de acuerdo con algunos estándares, se condonen algunas deudas: supone el perdón de estas deudas. No obstante, hay que tener en cuenta que los estándares aplicables a esta buena actuación y buena fe que suponen la condonación del pasivo se suman a otro tipo de obligaciones exigibles en todo caso: ausencia de sanciones previas en materia tributaria, de seguridad social, etc.

El plan de pagos que hemos mencionado supra podrá tener un plazo de entre tres y cinco años, habilitando al deudor a continuar con su actividad empresarial y evitando la liquidación de la totalidad de sus activos, como el caso de la vivienda habitual previamente mencionado.

Se amplía asimismo la categorización de las deudas susceptibles de condonación: no sólo las estrictamente concursales, sino también los créditos privilegiados. La excepción a esta regla la encontramos en las deudas al Estado, que sólo podrán condonarse hasta un cierto límite⁶.

En atención a las novedades introducidas en materia de segunda oportunidad, se aprecia que, en este caso, no se sigue con el principio rector de la reforma: velar por el interés de los acreedores. Este interés se subordina a otro de los objetivos de todo caso de insolvencia y reestructuraciones: la continuación de la actividad empresarial. Por ello, podrían calificarse como intereses contrapuestos, necesarios de armonización, pero en este caso se ve una clara tendencia pro-deudor: los acreedores privilegiados pueden perder su condición de tales, exclusión de determinados activos...

6. MICROEMPRESAS

⁶ Vemos cómo, por lo tanto, las deudas contra la Agencia Tributaria y la Seguridad Social son las únicas que gozan de privilegios realmente.

Se crea un procedimiento especial y específico para las microempresas, entre las que se incluyen aquellas con menos de 700.000€ de activo y un máximo de 10 trabajadores. Se incluye, por lo tanto, a la inmensa mayoría de las empresas de nuestro país.

Este nuevo procedimiento supone un considerable ahorro en costes, simplificando sus trámites, abreviando los plazos y ganando en flexibilidad. Una de sus particularidades más destacables consiste en que se da a elegir entre dos opciones procedimentales: liquidación o continuación, cuyas implicaciones son más que evidentes. Asimismo, y al igual que en el caso explicado anteriormente en relación a la segunda oportunidad, las deudas contra la Agencia Tributaria y la Seguridad Social gozan de una notable protección.

7. IMPLICACIONES DE ESTAS NOVEDADES PARA LOS INVERSORES

Si bien el grueso de las implicaciones y oportunidades para los inversores se analizarán en apartados posteriores (planes de reestructuración y venta de unidades productivas), las novedades que se han mencionado también tienen una cierta influencia en las pretensiones de éstos.

En primer lugar, uno de los facilitadores de todo ecosistema de inversión es el relativo a la burocracia. A la luz de lo expuesto, se hace patente la tendencia a reducir los trámites necesarios en los procesos de insolvencias, de forma que esto supone un mayor atractivo para los inversores, quienes en muchos casos han de destinar ingentes recursos para hacer frente a esta burocracia e hiperregulación. Por ejemplo, véase la inclusión en la regulación del convenio concursal de las modificaciones estructurales, que son las grandes protagonistas en lo que a las inversiones se refiere (ej.: procesos de *Mergers & Acquisitions*).

Por otro lado, las novedades introducidas en materia de convenio presentan notables ventajas para los inversores. Se ha mencionado, por ejemplo, que los administradores de la empresa ya no van a necesitar la aprobación de los accionistas de la empresa para ejecutar los convenios que incluyan capitalización de deuda. De esta forma, los fondos que hayan prestado deuda a estas empresas se verán beneficiados por esta reforma: se minoran las trabas a esta capitalización, lo que supone un gran atractivo para este tipo de fondos.

Asimismo, observamos esta tendencia de velar por el interés de los acreedores en el caso de los concursos sin masa.

Estas situaciones son muy comunes en casos de inversiones de fondos de deuda cuando centran sus esfuerzos en empresas en *special situations*. El objetivo de estos fondos es prestar dinero a empresas en dificultades, próximas a la insolvencia, aprovechando la común negativa de los bancos a proveer de capital a las empresas que se encuentran en estas situaciones dado el alto riesgo que esto supone. Así, estos fondos aprovechan estas situaciones exigiendo un elevado interés por el capital prestado, normalmente complementado por estrictas condiciones a la empresa en forma de *covenants* para asegurar su continuación.

Sin embargo, no en todos los casos consiguen reflotar este tipo de empresas, pues se encuentran en situaciones críticas. Por ello, el concurso es uno de los desenlaces habituales de este tipo de situaciones. Como se ha explicado anteriormente, es posible acordar la rescisión de determinados actos llevados a cabo por el administrador de la empresa que han agravado su insolvencia. De esta forma, se incrementaría el activo, que en un principio era insuficiente, y los inversores en deuda se verían beneficiados al disponer de mayores garantías de pago.

En atención a lo expuesto, podemos afirmar que los grandes beneficiarios de estas nuevas circunstancias son los fondos de deuda, quienes gozan de unas mayores garantías de retorno de su inversión, ya sea a través del repago de esta deuda o de su capitalización.

III. PLANES DE REESTRUCTURACION

1. INTRODUCCIÓN

La nueva figura de los planes de reestructuración, recogida en la reforma concursal, se inspira en lo establecido por la Directiva de Reestructuraciones. En el pasado nos referíamos a ellos con el término acuerdo de refinanciación, que viene a sustituirlo el actual.

Esta institución se regulo por primera vez a raíz de la crisis de 2008, conformándose como una solución alternativa al concurso de acreedores para la ingente cantidad de empresas en situación de insolvencia en los años posteriores a la fecha indicada. Pronto se consolidó como una de las soluciones óptimas para todas las partes involucradas: los acreedores, que buscaban maximizar su retorno, los trabajadores y la propia empresa, pues a ambos les interesaba la continuidad de su actividad, preservando sus puestos de trabajo. No obstante su eficacia, presentaba determinadas insuficiencias en lo que a su puesta en práctica se refiere, por lo que a lo largo de los años se sucedieron reformas de esta figura.

La nueva ley concursal viene a dotar a esta solución de una mayor importancia y eficacia, facilitando así que las empresas puedan acudir a esta institución, evitando así el concurso y posterior liquidación. Así, muchas son las novedades introducidas. Nótese, por ejemplo, cómo nos referimos a ellos como planes, y no como acuerdos, lo que viene a indicarnos una de las novedades más destacables, como posteriormente se desarrollará: para la ejecución y validez de los planes no es necesario el visto bueno del deudor, es decir, se pueden imponer los planes aún sin su consentimiento.

Pero hay que tener en cuenta que no en todo caso resulta posible la homologación de un plan de reestructuración. En caso contrario podrían darse abusos, utilizándose en casos innecesarios o buscando otros intereses (ej. toma de control de una empresa). Es por ello que se necesita una justificación para hacer uso de esta institución: tan sólo puede usarse en situaciones de una patente dificultad financiera, concretada en una insolvencia actual, inminente o probable⁷.

2. CONCEPTO Y PRINCIPALES CARACTERÍSTICAS

Los planes de reestructuración son aquellos que modifican, de alguna forma, la composición y estructura tanto del activo como del pasivo y patrimonio neto de la empresa deudora. Véase el altísimo potencial de la figura, pues como vemos afecta no sólo a las deudas (pasivo) de la sociedad en un sentido estricto, sino a la totalidad de la empresa (se incluyen el activo y los fondos propios)⁸.

Aunque por lo general afectan tan sólo a la propia empresa y a sus acreedores, en algunos casos pueden verse involucradas terceras partes, como por ejemplo los garantes de algunas de sus obligaciones, que en muchos casos son los socios de la empresa u otras empresas pertenecientes a la misma matriz.

⁷ A efectos de no abusar de términos estrictamente jurídicos, no consideramos oportuno distinguir entre los tres conceptos (actual, inminente y probable), pues es la Ley la que otorga los criterios a tener en cuenta para su distinción. Pueden encontrarse tanto en la Ley 16/2022 como en la Directiva de Reestructuraciones.

⁸ Arbalán Gabeiras, B., Geli Fernández-Peñaflor, E., “Los planes de reestructuración”, en *Monográfico sobre la reforma concursal*, Actualidad Jurídica Uría Menéndez, nº 59, 2022, pp. 30-70 (disponible en <https://www.uria.com/documentos/publicaciones/8184/documento/ajum-59.pdf?id=13122&forceDownload=true>; última consulta 25/05/2023).

Por otro lado, las deudas a las que afecta son amplísimas⁹. Mientras que antes de la reforma era común que el deudor tan sólo se negociara con los acreedores puramente financieros, tras la reforma se facilita que se incluya a la totalidad de los acreedores, independientemente de sus especificidades. De esta forma, se dota a los planes de reestructuración de una mayor flexibilidad, velando indistintamente por los intereses de todos los acreedores.

3. EXPERTO EN LA REESTRUCTURACIÓN

Una de las figuras que introduce la Ley 16/2022 en materia de planes de reestructuración es el denominado experto en la reestructuración, que viene a sustituir al experto independiente, aunque con un mayor abanico de competencias.

Este experto tiene la labor de asesorar a ambas partes, tanto a la empresa como a los acreedores, en la totalidad del desarrollo del plan de reestructuración, tanto en su elaboración como en sus negociaciones. Podemos afirmar que se constituye como una ardua labor, dada la complejidad de estos planes, máxime cuando se deben armonizar los intereses de las partes involucrada, que no es tarea fácil.

Asimismo, el experto es el encargado de la elaboración de cierta documentación de gran relevancia a efectos prácticos. Por poner varios ejemplos, es el competente para realizar el informe relativo a la consecución de las mayorías necesarias para la aprobación del plan de reestructuración, además del que se refiere a los supuestos de arrastre, que se detallan en un apartado posterior. Sin embargo, una de sus competencias más relevantes radica precisamente en la gran complejidad de ciertos casos, por lo que el juez puede solicitar al experto que elabore un informe en el que analice la corrección de la formación de las distintas clases de acreedores debido a su importancia¹⁰.

Es curioso ver cómo los requisitos exigidos al experto son prácticamente iguales a los exigidos a los auditores. En este sentido, ambas figuras se encuentran sujetas a un régimen de incompatibilidades idéntico, no pudiendo actuar como asesores en caso de que ya lo hayan hecho en los últimos dos años. Esto es debido a la independencia e imparcialidad que es necesaria para poder llevar a cabo sus funciones de forma óptima. En caso de que no actúen en

⁹ De nuevo, nos remitimos al contenido de la nueva Ley Concursal, donde se detallan de forma pormenorizada los créditos afectados por los planes de reestructuración, así como los que se encuentran excluidos. Hacemos igual tratamiento en lo relativo a los aspectos procedimentales y del contenido concreto que deben seguir los planes.

¹⁰ Por ejemplo, puede ser causa de impugnación del plan de reestructuración.

consonancia con lo exigido, pueden incurrir en responsabilidad respecto a la empresa y los acreedores, por lo que se les exige la contratación de un seguro de responsabilidad civil para hacer frente a estas posibles eventualidades.

Otra de las grandes novedades en esta materia la encontramos en su nombramiento. Antes de la reforma era el registrador mercantil el encargado de elegir al experto. Sin embargo, a partir de la Ley 16/2022 se otorga esta competencia a las partes afectadas, esto es, la empresa y sus acreedores. De esta forma, deberán proponer a los candidatos que consideren oportunos para el puesto, pero será el juez encargado de la homologación quien lo nombre entre los candidatos propuestos. El juez velará por el cumplimiento de los requisitos que se exigen al experto, así como su idoneidad para el puesto.

No obstante, hay que tener en cuenta que no en todos los casos procede el nombramiento del experto, sino sólo en las ocasiones precisadas en la Ley. Por mencionar las más relevantes, procede cuando lo solicite la empresa, cuando lo soliciten los acreedores siempre que representen más del cincuenta por ciento del pasivo, en casos de arrastre de acreedores y socios...

4. POSIBILIDAD DE ARRASTRE DE ACREEDORES Y SOCIOS

4.1 Arrastre de acreedores

La nueva regulación establece que, en caso de que la mayoría de los acreedores de una misma clase¹¹ voten a favor del plan de reestructuración, gozará de validez y se aplicará a la totalidad de los acreedores de dicha clase. Dicho de otra forma, no se necesita unanimidad, sino que es suficiente con que la mayoría esté de acuerdo, imponiéndose el plan a los disidentes. Estos casos tienen la denominación de arrastres horizontales o intraclases.

Por otro lado, encontramos otro tipo de arrastre que, si cabe, tiene aún más importancia. Estamos hablando del arrastre vertical o interclases. Su importancia radica en que aluden a la posibilidad de adoptar un plan de reestructuración determinado, aun cuando no todas las clases de créditos lo hayan aprobado. Su relevancia, por lo tanto, es notoria: permite imponer el plan

¹¹ Debemos entender que pertenecen a la misma clase los créditos que tengan un rango semejante en el orden de pagos establecido en el concurso.

no sólo a los disidentes de una misma clase, sino también a clases enteras en las que no se ha conseguido el apoyo de la mayoría de los afectados. A tal efecto, será relevante la forma en que se conformen en la práctica las distintas clases de créditos.

4.2 Arrastre de socios

Al igual que ocurre en el caso de los acreedores, es posible arrastrar a los socios de la empresa, lo que se constituye como una de las novedades más importantes de la nueva Ley Concursal. Es decir, se posibilita imponer el plan de reestructuración a los socios disidentes que no lo hayan aprobado. Esto es posible gracias a la homologación judicial del plan, y sólo en casos en que la empresa se encuentra en una situación crítica: la insolvencia debe ser actual o inminente.

Precisamente aludíamos a esta posibilidad cuando hacíamos referencia a la nueva denominación, pues a través de la reforma los acuerdos de reestructuración pasan a llamarse planes de reestructuración. Nótese el cambio del término “acuerdo” por la palabra “plan”, lo que denota el carácter consensual del primero y la ausencia de ello en el segundo.

Sin embargo, hay que tener en cuenta que se da a todos los socios la oportunidad de votar el plan, lo que tiene una gran relevancia a efectos prácticos. Así, en los casos en que se produzca un arrastre de los socios disidentes, sólo éstos podrán impugnar el plan homologado. Es decir, sólo podrán solicitar la impugnación del plan de reestructuración aquellos socios que hayan votado en contra de éste.

Por lo tanto, se constituye como una novedad de sumo interés, pues con la regulación anterior no era posible imponer a los socios disidentes un plan de reestructuración determinado, salvo en casos de concurso de acreedores. No debemos olvidar que el plan de reestructuración no deja de ser un instituto preconcursal.

5. OPORTUNIDADES DE INVERSIÓN EN EL CONTEXTO DE LOS PLANES DE REESTRUCTURACIÓN: CAPITALIZACIÓN DE DEUDA Y ARRASTRE

5.1 La capitalización de deuda

Las oportunidades más relevantes y notorias podemos encontrarlas en esta materia, siendo una cuestión de máxima actualidad, como posteriormente se detallará.

Si bien la estrategia tradicional de los fondos de inversión es la de invertir directamente en forma de capital social de la compañía, se presentan otras alternativas cuyo interés se maximiza en situaciones como la actual, teniendo en cuenta las novedades de la Ley Concursal.

Como podemos observar a través de la prensa diaria, los procesos de reestructuración son cada vez más comunes debido al entorno desfavorable en el que nos encontramos. En este contexto, se abre la posibilidad de que los créditos¹² otorgados por los fondos de inversión se capitalicen, es decir, pasen a ser capital social de la empresa. De esta forma, las inversiones realizadas a través de deuda pasan a ser inversiones en capital, lo que permite a estos fondos obtener una rentabilidad notablemente superior a través de la venta de este capital una vez la empresa se encuentre totalmente saneada¹³.

Estos créditos respecto a la empresa deudora pueden haberse obtenido a través de dos vías: prestando directamente a la empresa o comprando la deuda a otros inversores, probablemente con un descuento¹⁴. Sin embargo, hay que tener en cuenta que, independientemente de la vía de adquisición del crédito, los fondos gozan de ciertos privilegios en cuanto a la capitalización de los mismos a través del plan de reestructuración. Por ejemplo, esta capitalización no implica que se les califique de personas especialmente relacionadas con el concursado a efectos de subordinación en lo que a los créditos se refiere. Y ello independientemente de que los fondos pasen a ser administradores de la empresa vía dicha capitalización.

En efecto, la implementación de este tipo de medidas tiene considerables consecuencias en muchos aspectos, y uno de ellos es el que se refiere a la situación de los actuales socios de la empresa. Estos socios, en caso de que no ejerciten su derecho de adquisición preferente, verán diluidas sus respectivas participaciones, al tener que incluir como parte del capital social a los que ostenten tales créditos, potencialmente fondos de inversión.

Este fenómeno se denomina aumento del capital social por compensación de créditos. Otras opciones son, en todo caso, viables. Por ejemplo, otras de las opciones para la empresa sería la emisión de una serie de instrumentos híbridos y convertibles: aunque, en un principio, se

¹² Nos estamos refiriendo, por lo tanto, a las inversiones a través de deuda.

¹³ Martínez Muñoz, M., “Las oportunidades de la reestructuración empresarial para el capital riesgo en un contexto post COVID-19”, en *Revista Española de Capital Riesgo*, nº 4, 2020, pp. 5-24.

¹⁴ A este respecto, véanse por ejemplo los créditos litigiosos, carteras tóxicas...

califican como deuda, en un futuro pueden potencialmente pasar a considerarse como capital social de la compañía. En todo caso, vemos cómo la legislación concursal busca, a través e una amplia variedad de mecanismos posibles, cumplir con sus dos principales objetivos: la continuación de la actividad de la empresa (en definitiva, su supervivencia) y la satisfacción de las pretensiones de los acreedores a través de sus derechos de crédito.

Nótese cómo el papel de los fondos de inversión resulta esencial de cara a la consecución de ambos objetivos. En relación a las pretensiones de los acreedores, las inversiones llevadas a cabo por los fondos suponen una inyección de liquidez en las compañías, por lo que la posición de la entidad deudora se encuentra reforzada a la hora de satisfacer los créditos de los acreedores. Igual tratamiento merecen los casos en que los fondos adquieren directamente los créditos de los acreedores. Por otro lado, facilitan la viabilidad de las compañías en que invierten, no sólo permitiendo a éstas acometer nuevos proyectos, sino que en muchos casos su involucración directa en la gestión de la empresa permite que, a través de su *expertise*, crezca en diversos ámbitos (ej. expansión geográfica, nuevas líneas de negocio...).

Esta solución es de gran interés, particularmente en el caso de nuestro país, para garantizar la viabilidad de empresas que se encuentren en dificultades. Y ello porque hay que tener en cuenta el gran *dry powder*¹⁵ que en la actualidad tienen los fondos de inversión, lo que les permite no sólo la inversión a través de deuda en este tipo de empresas para posteriormente capitalizarla, sino que también posibilita la inversión en empresas de por sí viables, posibilitando la prevención de potenciales situaciones de insolvencia y reestructuración.

Recapitulando, y de acuerdo con lo ya visto, podemos dar una definición del fenómeno de la capitalización de deuda: operación a través de la cual los acreedores de la sociedad deudora convierten sus créditos en capital social de la empresa deudora. Por lo tanto, supone la extinción de estos créditos, pasando a ser acciones o participaciones de la deudora. Hemos visto también cómo se posibilita este fenómeno con soluciones alternativas, como los instrumentos híbridos. Así, esto permite que la sociedad se desprenda de sus deudas, de forma que se solucione su situación de actual o inminente insolvencia, lo que le permite evitar el concurso. No debemos olvidar que estamos hablando de un instituto preconcursal. Los acreedores compensarán la pérdida generada con los créditos impagados vía venta de las acciones o participaciones en un momento posterior, o a través de los repartos de dividendos que la empresa vaya haciendo en caso de un posterior saneamiento. En muchos casos, la rentabilidad obtenida por parte de los

¹⁵ El *dry powder* de los fondos de Private Equity se encuentra en máximos históricos.

acreedores es incluso superior a la que hubieran obtenido por el pago de sus respectivos créditos.

Hay que tener en cuenta asimismo las consecuencias contables de la capitalización de deudas. Al convertir pasivo en patrimonio neto, debe reflejarse en la contabilidad de la empresa. En efecto, esta ampliación de capital se lleva a cabo a través de una compensación de créditos, tal y como se ha mencionado anteriormente. Sin embargo, hemos de tener en cuenta los requisitos que se exigen a esta modalidad de ampliación de capital para que pueda llevarse a cabo.

Por un lado, a las sociedades limitadas se les exige que todos los créditos a capitalizar sean completamente exigibles y líquidos en el momento de realizar la operación. En cambio, para el caso de las sociedades anónimas se les requiere que sólo el 25% de los créditos sean exigibles y líquidos en dicho momento, mientras que el resto han de serlo en un período inferior a cinco años.

En estos últimos casos, respecto a la parte de los créditos que ya está vencida no habría ningún problema, pues su tratamiento no entraña mayores problemas. No obstante, lo que podría suscitar dudas es el tratamiento de los créditos restantes, pues no son exigibles todavía y se van a capitalizar. A efectos de facilitar esta tarea, se otorgan facilidades en cuanto a su tratamiento, pues dichos créditos no vencidos habrán de tenerse en cuenta como si de créditos exigibles se tratara: aunque no son exigibles todavía, en la práctica hay que considerarlos como ya líquidos y vencidos para facilitar el aumento de capital por compensación de créditos.

En caso de que los fondos de inversión no estén interesados en capitalizar sus créditos, existen otras alternativas que pueden resultar interesantes por su tratamiento. En el marco de un proceso de reestructuración de una empresa, las entradas de capital en dicha empresa como nueva financiación tendrán la consideración de *fresh money*. Precisamente lo que esta calificación implica es lo que resulta de interés, pues se minimizan los riesgos intrínsecos a la inversión realizada. Y ello porque, en caso de que la empresa se declare en concurso de acreedores, el *fresh money* gozará de los siguientes privilegios: la mitad de lo otorgado será crédito contra la masa, mientras que la otra mitad será crédito con privilegio general. Por lo tanto, dichas inversiones tendrán un tratamiento favorable en tanto se facilita su cobro en un eventual concurso, lo que mitiga los riesgos intrínsecos a las inversiones en estos casos: situaciones especiales y de insolvencia.

Por último, otro de los grandes incentivos podemos encontrarlo en el plano político.

La capitalización de las deudas, como hemos visto, implica que los acreedores pasan a ser socios de la empresa. Normalmente, si esto se produce significa que, al ser socios, tendrán la consideración de personas especialmente relacionadas con el concursado, por lo que sus créditos se encontrarían en una clara subordinación en el orden de pagos: en una hipotética liquidación, su posición se ve claramente perjudicada.

Sin embargo, y siguiendo la tendencia a incentivar este tipo de operaciones, se establece que los acreedores que pasen a ser socios no tendrán la consideración de personas especialmente relacionadas con el concursado, por lo que no se ven perjudicados y mantienen su clasificación original.

En este sentido, debemos diferenciar entre los fondos de deuda y los de *private equity*. Mientras que los primeros buscan rentabilidades moderadas a través del préstamo de ciertas cantidades a empresas que no recurren para ello a financiación bancaria, el caso de los segundos es diferente. En contraste, los fondos de *private equity* buscan rentabilidades elevadas¹⁶ a través de la inversión en los recursos propios de las empresas, buscando tomar el control de las mismas y gestionándolas durante un periodo de unos cinco años para posteriormente proceder a la venta de su participación con notables plusvalías. Por lo tanto, su principal diferencia radica en que, mientras los primeros invierten en recursos ajenos, los segundos lo hacen en recursos propios, buscando el control de la compañía.

Sin embargo, en el caso que nos atañe vemos cómo ambas visiones convergen, pues independientemente de sus objetivos iniciales ambos tipos de fondos se verían en la misma situación: como inversores en recursos propios. Es esta situación la que tiene efectos sobre el plano político: al fin y al cabo, la consideración de socios supone la toma del control de la empresa a través del nombramiento de los administradores que los nuevos socios consideren oportunos. Y esto sólo en los casos en que la dilución de los socios anteriores haya sido notable y haya supuesto la pérdida del control de la empresa. En efecto, esta toma de control implica que los que antes eran acreedores, y ahora socios tras la capitalización de la deuda, puedan decidir el día a día y el futuro de la compañía a través de su gestión.

Igualmente, es importante hacer alusión a que a los acreedores, por el mero hecho de la capitalización, no se les califica como administradores de hecho aunque hayan impuesto condiciones al deudor en la refinanciación. Es muy común que en las refinanciaciones se

¹⁶ Normalmente la rentabilidad target se sitúa en torno al 20% anual.

impongan importantes condiciones al deudor, de forma que se otorguen mayores garantías de la posterior buena gestión de la compañía y la satisfacción de las pretensiones de los acreedores.

La imposición de estas condiciones por parte de los acreedores podría suscitar dudas en tanto supone una intromisión en las competencias de los administradores de la empresa, pero se establece que los acreedores no tendrán la consideración de administradores en tales situaciones. Esto podría parecer, en un principio, irrelevante a efectos prácticos, pero no es así: tiene notables consecuencias, como en la declaración del concurso culpable.

En conclusión, y a la luz de lo expuesto, podemos afirmar rotundamente que existen interesantes oportunidades de inversión en lo que a la capitalización de deudas se refiere, más aún a la vista de los incentivos expuestos que encontramos en la nueva legislación concursal. Estas oportunidades se encuentran potenciadas por la actual situación en que nos encontramos, por lo que dedicamos un apartado posterior al análisis de su actualidad.

Fundamentalmente, permite que los fondos de inversión (principalmente los de deuda), en su posición de acreedores, conviertan sus respectivos créditos en capital social de la empresa, pasando a ser por lo tanto socios de la misma. Esto supone una ampliación de capital por compensación de créditos, diluyendo la participación de los socios previos, y pasando a estar involucrados en la gestión de la empresa. Así, las moderadas rentabilidades que iban a obtener en un principio vía deuda se convierten en potenciales rentabilidades mucho más elevadas a través de dos vías: el reparto de los beneficios que la empresa vaya generando, y la venta de sus participaciones una vez ésta esté saneada pudiendo conseguir notables plusvalías.

5.2 La posibilidad de arrastre como oportunidad de inversión: referencia a la Directiva de reestructuraciones

Como se ha mencionado anteriormente, cabe la posibilidad de arrastrar tanto a los acreedores como a los socios que han votado en contra del plan de reestructuración. Esta novedad, aunque recogida en la Reforma concursal, fue establecida por la conocida Directiva de reestructuraciones, transpuesta al ordenamiento español a través de dicha Reforma.

Así, véase lo explicado en el apartado correspondiente. Recapitulando, se permite imponer el plan de reestructuración no sólo a los disidentes de una misma clase, sino también a clases enteras en las que no se ha conseguido el apoyo de la mayoría de los afectados. Además, se

posibilita este mismo arrastre para el caso de los socios de la empresa: se impone el plan de reestructuración a los socios disidentes que no lo hayan aprobado. Esto es posible gracias a la homologación judicial del plan, y sólo en casos en que la empresa se encuentra en una situación crítica: la insolvencia debe ser actual o inminente. Para los requisitos necesarios en cada caso me remito a lo analizado en el apartado dedicado a la novedad correspondiente al arrastre.

En un principio, la legislación española tan sólo permitía el arrastre intraclase, por lo que resulta de gran relevancia la novedad introducida en relación al arrastre interclases. Por poner un ejemplo, consideremos que en un hipotético caso una empresa tiene dos tipos de acreedores, unos con mayores garantías que el otro. En efecto, los acreedores con menos garantías podrían arrastrar a aquellos garantizados, imponiéndoles forzosamente el plan de reestructuración aunque estuvieran en contra de él.

Como vemos, resulta evidente que estas situaciones generan el conflicto de dos reglas: por un lado, el consentimiento individual de los afectados, y por otro lado, el posible arrastre en caso de que se alcance una considerable mayoría a favor del plan. Así, en los casos que nos atañen prevalecerá el segundo, pues se busca un interés general, más común, de una mayoría. Sin embargo, ello no excluye la existencia de diversos mecanismos de protección para los afectados que han votado en contra de un hipotético plan de reestructuración vía capitalización de deuda. En primer lugar, se prevé la posibilidad de que los acreedores disidentes elijan entre capitalizar su deuda o mantener su posición de acreedores, pero con una quita de sus respectivos créditos. El segundo mecanismo, como no puede ser de otra manera, es el relativo a la impugnación de la homologación del plan de reestructuración. Entre los motivos que justifican esta impugnación se encuentran, fundamentalmente, los casos en que el plan de reestructuración supone un esfuerzo excesivo para la empresa.

Los fondos de inversión, dependiendo del tipo de inversión que hayan realizado, se incluirán en una clase u otra dependiendo de si reciben tratamiento de acreedores o de socios. Como hemos visto, esta integración en uno u otro tiene consecuencias relevantes.

No obstante, esta posibilidad de arrastre puede no verse como una oportunidad para los fondos de inversión, dependiendo tal consideración del caso concreto en que nos encontremos. En algunos casos, puede conformarse como una clara desventaja.

En muchos casos, al fondo de inversión no le interesa capitalizar su deuda, sintiéndose seguros con el capital que se ha aportado en la forma que fuera y no queriendo una quita del mismo, como se ha mencionado entre los mecanismos para defender el interés de los disidentes. Por

ejemplo, en muchas ocasiones pueden estar satisfechos con el capital aportado en tanto goza de los privilegios inherentes al *fresh money*.

Otra situación paradigmática es la de los fondos de *Private Equity*, que normalmente buscan participaciones mayoritarias con la intención de tener el control de la compañía *target*. No debemos olvidar que la capitalización de las deudas supone, al fin y al cabo, una ampliación de capital por compensación de créditos. Ello supone una dilución considerable de los actuales socios, pudiendo perder gran parte de su control en la empresa, por lo que los socios que fueran fondos de esta clase se verían perjudicados. Para paliar esta situación, se verían obligados a adquirir previamente los créditos de los acreedores o las participaciones/acciones de éstos una vez hayan capitalizado tales créditos.

A la luz de lo expuesto, no podemos asegurar por lo tanto que la posibilidad de arrastre introducida en la nueva Ley Concursal se conforme como una oportunidad de inversión. Así, será una situación que debe analizarse caso por caso. En caso de que los fondos de inversión sean ya socios de la empresa objeto de reestructuración, su posición se vería perjudicada: pueden arrastrarles a cumplir el plan, diluyendo sus participaciones y quedándoles tan sólo la opción de impugnar. Por otro lado, si estos fondos no son los socios, sino los acreedores, podrán incluso imponer el plan de reestructuración a los disidentes en caso de que les suponga un beneficio. De esta forma, podrían conseguir la capitalización de sus créditos, aspirando así a retornos más elevados que los que habían previsto inicialmente: rentabilidad tanto a través del futuro reparto de beneficios de la compañía y de una posible enajenación de sus participaciones o acciones.

6. UNA CUESTIÓN DE ACTUALIDAD

Basta con leer las noticias más relevantes de los periódicos económicos de referencia para darse cuenta de la actualidad de la cuestión en sí: la toma de control de compañías por parte de sus acreedores en el contexto de un plan de reestructuración¹⁷. El número de procesos en esta situación está en constante aumento. Entre estos casos podemos mencionar a Telepizza, Naviera Armas, Pronovias, Xeldistetc., pero sin ninguna duda el que está acaparando toda la atención es

¹⁷ Casado, R., “Pronovias, Telepizza, Celsa... así fuerzan el control los acreedores con el efecto arrastre”, en *El Economista*, 8 de abril de 2023 (disponible en: <https://www.economista.es/capital-riesgo/noticias/12218105/04/23/pronovias-telepizza-celsa-asi-fuerzan-el-control-los-acreedores-con-el-efecto-arrastre.html>; última consulta 02/06/2023).

el de Celsa. Los procesos de reestructuración actuales son más de 30, pero hay que tener en cuenta que muchos de ellos no son conocidos porque se negocian prescindiendo del sistema judicial, al que se acude en no pocas ocasiones tan sólo a efectos de solicitar la homologación del plan.

En todas estas operaciones, en efecto, existe un nexo común que es el arrastre a los socios iniciales de dichas empresas. Como se ha explicado, la reforma concursal permite imponer un plan de reestructuración en caso de que los socios no voten a favor del mismo, consentimiento que antes sí era necesario en todo caso independientemente de la gravedad de la situación de la empresa.

En este sentido, estas operaciones reciben la calificación de *loan to own*, las cuales gozan tradicionalmente de un mayor arraigo en la cultura anglosajona dado que en ella se tiende a hacer un mayor uso de las quitas. Sin embargo, la nueva legislación concursal viene a imitar a la inglesa en lo que a esta regulación se refiere, incentivando la realización de este tipo de estrategias a través de la homologación judicial de los planes de reestructuración.

La mayor parte de estos acreedores que están procediendo a capitalizar su deuda son tanto fondos de inversión como bancos. Tienen, por lo tanto, una clara tipología financiera. No obstante, el perfil de las empresas objeto de reestructuración es muy variado: todas ellas de sectores diferentes, pero igualmente afectadas por los disruptivos cambios que estamos viviendo. Entre estos factores que suponen su insolvencia se encuentran la crisis energética, los nuevos modelos de negocio, los altos tipos de interés... En las anteriores crisis era común que las reestructuraciones e insolvencias se limitaran a sectores concretos, como el de la construcción, pero la heterogeneidad de los cambios en el entorno actual ha tenido un fuerte impacto en la práctica totalidad de las empresas, suponiendo un beneficio para algunas y un claro perjuicio para la mayoría.

Otra forma habitual de tomar el control de estas empresas es a través de la ejecución de las garantías en caso de incumplimiento de las obligaciones soportadas por la empresa insolvente, lo que permite hacerse con activos de variada tipología en función de las garantías otorgadas, incluso en el caso de las acciones. Si bien esto es menos común en la práctica que la tradicional capitalización de deuda, existen fondos de inversión oportunistas (ej. la mayoría de los Hedge Fund) que buscan sacar provecho de estas situaciones asumiendo un riesgo muy alto pero con la correspondiente potencial rentabilidad, que es elevadísima.

Aunque con obvios defectos, se espera que la nueva legislación concursal ayude a resolver muchas de estas situaciones *distressed*, alineando la mayor parte de los intereses en juego. Hemos de tener en cuenta asimismo las costumbres españolas: cuando hablamos de financiación, nos estamos refiriendo casi en todos los casos a financiación de tipo bancaria, dado que la alternativa no tiene apenas implantación en nuestro país en contraposición a países como Estados Unidos o Reino Unido. Y ello sin el perjuicio de que los fondos de inversión vean en este tipo de situaciones una oportunidad, aprovechando para otorgar financiación a empresas en *special situations* para luego capitalizar esta deuda y convertirse en inversiones de *private equity*, con sus correspondientes mayores retornos. Como mitigante habría que mencionar la elevada liquidez que los diferentes players tienen, que se encuentra en máximos históricos, lo que explica la ausencia de rotación en las carteras de créditos de las entidades bancarias. Otro de los grandes casos/oportunidades es el de las ventas de unidades productivas, a cuyo análisis dedicaremos un apartado posterior.

Como hemos mencionado, el caso más notorio es el de Celsa, que goza de una gran importancia en la práctica porque se conforma como el más complejo de los existentes, más aún teniendo en cuenta que su proceso puede entrañar notorias novedades en tanto supone una de las primeras aplicaciones del nuevo marco jurídico. Es por ello que se consolida como uno de los procesos más seguidos de los últimos años, por la importancia de los autos y sentencias que se dicten en relación al mismo. En este caso, encontramos un fuerte conflicto entre la familia Rubiralta, propietaria de la empresa, y los fondos acreedores, liderador por Deutsche Bank.

Cuestión relevante es la relativa al Instituto de Crédito Oficial, que a pesar de su posición privilegiada ya ha tenido que soportar quitas en el marco de estos procesos, como en el caso de Ezentis¹⁸. El ICO ya manifestó su flexibilidad a la hora de aceptar estas quitas para poder garantizar la viabilidad de estas empresas, lo que ha facilitado estas operaciones y supone que en los próximos meses veremos casos similares, más aún teniendo en cuenta el fin de la moratoria de disolución en casos de capital social negativo. En este sentido, es destacable el caso de Naviera Armas, en el que se ha nombrado un experto de reestructuración y se ha

¹⁸ Giménez, O., “30 reestructuraciones de deuda que definirán el futuro de las quiebras en España”, en *El Confidencial*, 4 de junio de 2023 (disponible en: https://www-elconfidencial-com.cdn.ampproject.org/c/s/www.elconfidencial.com/amp/empresas/2023-06-04/reestructuraciones-empresas-ley-concursal-jueces_3636934/; última consulta 05/06/2023).

propuesto un plan de reestructuración que supone una quita del 100% tanto al ICO como a la banca.

También es interesante matizar que muchas de estas operaciones están suscitando grandes dudas en relación al modo de proceder. Por ejemplo, en el caso de Single Home se han presentado dos planes de reestructuración: uno por parte de la propia empresa y otro por los fondos. El juez finalmente ha decidido priorizar el que primero se presentó, por lo que analizó primero la validez de éste. Sin embargo, no parece que esté clara la regla a seguir en estas situaciones.

Otro de los casos que podemos encontrar en la prensa diaria es el de Pronovias, cuyo caso es similar al resto. BC Partners, fondo de *private equity* que es al mayor accionista de la empresa, ha cedido el control de la empresa a los principales acreedores, que son los fondos de inversión MV Credit y Bain Capital. Así, estos dos últimos han pasado a ser los dueños de Pronovias, aunque han tenido que soportar por ello una quita de sus respectivos créditos.

No menos importante es la reestructuración de una empresa conocida por todos como lo es Telepizza. En esta operación, se espera que la reestructuración implementada desemboque en un profundo proceso de reorganización de la compañía vendiendo los activos menos estratégicos y rentables, conformando un nuevo equipo de dirección y adquiriendo financiación adicional para hacer frente a sus obligaciones. Concretamente, KKR, uno de los fondos de *private equity* más importantes del mundo que también es uno de los socios mayoritarios de Telepizza, ha cedido el control de la misma a los acreedores, entre los que se encuentran otros fondos de sobra conocidos como son H.I.G y Oak Hill. Tras este proceso de reorganización, que previsiblemente durará varios años, lo más probable es que se abra un proceso de venta de Telepizza, entre cuyos potenciales *bidders* se encontrarán tanto otros fondos de *private equity* como empresas del mismo sector en que opera (ej. Domino's Pizza, Papa John's)...

A pesar de su débil presencia en la prensa económica, el caso Xeldist ha supuesto el primer plan de reestructuración homologado judicialmente. Sin embargo, la empresa no ha conseguido evitar el concurso a través de este mecanismo preconcursal debido a la impugnación que varios acreedores han hecho de dicho plan.

Por lo tanto, podemos afirmar rotundamente que los planes de reestructuración gozan de una enorme importancia en el contexto actual, acaparando notables espacios en la prensa diaria. Aún teniendo en cuenta la juventud de la nueva norma, vemos cómo las operaciones en este sentido

son crecientes, esperando un mayor incremento de las mismas en los próximos meses. Y ello no quita que la inmensa mayoría de estas situaciones se estén dando en casos de insolvencia actual, si bien hemos de ser conscientes de que uno de las reglas que inspiran la reforma es el objetivo de prevenir una situación de insolvencia futura.

IV. LA VENTA DE UNIDADES PRODUCTIVAS: EL PREPACK CONCURSAL

1. INTRODUCCIÓN

Además de la novedad que se ha explicado supra, que se constituye como la más relevante a efectos prácticos, es esencial hacer alusión a otro de los mecanismos más importantes, que se constituye como otra de las novedades del nuevo marco jurídico concursal¹⁹.

En efecto, la reforma no sólo introduce novedades en lo que al tradicional prepack concursal se refiere, sino que también abre la posibilidad de llevar a cabo estas ventas de unidades productivas (que pueden ser ventas de la totalidad del negocio) a través de un plan de reestructuración como tal. La principal diferencia entre estas dos alternativas radica en que para la segunda no es necesario declararse en concurso, pues se constituye como un mecanismo preconcursal, de prevención, tal y como se ha explicado en un apartado anterior. En cambio, para la venta de una unidad productiva vía prepack sí es necesaria la declaración de concurso de acreedores.

Así, la solución de venta de unidad productiva, por cualquiera de las dos vías, es de gran interés en aquellos casos en que se pretende recuperar el mayor valor posible de la misma²⁰, además de en situaciones en las que una refinanciación supone una opción excesivamente compleja o perjudicial para la empresa.

2. VENTA DE UNIDAD PRODUCTIVA VÍA PLAN DE REESTRUCTURACIÓN

¹⁹ Alonso Hernández, Á., “La compraventa de negocios en crisis según la reforma: planes de reestructuración liquidativos vs *prepack*”, en *Monográfico sobre la reforma concursal*, Actualidad Jurídica Uría Menéndez, nº 59, 2022, pp. 137-158 (disponible en <https://www.uria.com/documentos/publicaciones/8184/documento/ajum-59.pdf?id=13122&forceDownload=true>; última consulta 30/05/2023).

²⁰ Nótese que la venta individual de los activos puede ser más costosa y tener menos valor añadido.

Es de sobra conocido que, en la mayor parte de los casos, la venta de un activo concreto en el marco de un proceso concursal supone que su precio será notablemente inferior a su valor real, ya que se entiende que la empresa necesita esa liquidez porque se encuentra en una grave situación de insolvencia. Por ejemplo, en las metodologías de valoración de empresas se hace uso del valor liquidativo como precio de referencia, que implica un claro descuento sobre el valor que podríamos considerar como normal. Además, hay que añadirle las barreras regulatorias, pues el mero hecho de encontrarse en concurso de acreedores hace que los interesados tengan que involucrarse en un proceso de gran complejidad.

De esta forma, lo que se pretende en estas situaciones es que, a través de la venta de una unidad productiva, la empresa deudora sea capaz de conseguir la liquidez suficiente para salir de su situación de insolvencia y poder evitar así el concurso.

Sin embargo, encontramos algunos requisitos o restricciones. El primero y más importante es que no se pueden vender negocios sin actividad, por lo que deben ser viables y encontrarse activos, es decir, en funcionamiento. También la empresa debe encontrarse en una situación concreta: la insolvencia debe ser actual inminente o probable²¹.

Igualmente, aunque la homologación del plan no es un trámite obligatorio, sí es recomendable en la mayor parte de los casos para evitar situaciones indeseables. Sin embargo, en determinados casos este trámite sí es obligatorio: i) si la venta de la unidad productiva no supone la satisfacción de la totalidad de los créditos de los acreedores o no se ha conseguido un acuerdo con todos ellos; ii) cuando no se ha conseguido su aceptación por todos los socios de la empresa deudora; iii) o cuando se pretende que la venta de la unidad productiva no sea susceptible de ser rescindida en un concurso de acreedores posterior.

Hay que precisar que, en todo caso, esta articulación y homologación del plan de reestructuración debe ser posterior a la aceptación de una oferta de compra determinada. En este sentido, se prevé que se solicite el nombramiento de un experto²², que se encargará de actuar como bróker o intermediario en la venta de la unidad productiva, buscando potenciales compradores para ella.

A estas ofertas no se les exigen ningún tipo de requisitos de forma ni de contenido, siendo suficiente la posterior aceptación de la misma por parte de los acreedores, respetando eso sí las mayorías requeridas de las distintas clases, tal y como se mencionó en el apartado destinado a

²¹ Para las dudas que estos supuestos puedan suscitar me remito a la legislación pertinente.

²² No obstante, no se trata de una figura obligatoria, sino facultativa.

tal efecto. Así, será esta aceptación la que índice que los acreedores están satisfechos con la oferta presentada, alineando sus intereses con los del potencial comprador.

Por último, precisar que la Ley 16/2022 no ha establecido unos requisitos expresos para la venta de unidades productivas vía planes de reestructuración. Tan sólo se ha limitado a dar unas pinceladas y a establecer un marco general, por lo que para el resto de las cuestiones nos remitimos a los planes de reestructuración generales.

3. VENTA DE UNIDAD PRODUCTIVA VÍA PREPACK CONCURSAL

Con prepack concursal, en contraposición al mecanismo del apartado anterior, nos referimos a la declaración de concurso por parte del deudor cuando éste ha aceptado una oferta por una o varias unidades productivas de su empresa. Por lo tanto, la negociación de esta operación se lleva a cabo en un momento previo al concurso, y es el propio deudor el que solicita el concurso para que esta venta de unidad productiva se ejecute en el marco del mismo, con las garantías y ventajas que éste proporciona.

Las novedades incluidas al respecto por parte del nuevo marco jurídico concursal son mínimas, limitándose meramente a aspectos procedimentales. Es por ello que no nos extenderemos demasiado en ello, dado que no aporta en absoluto un valor añadido al análisis que estamos realizando en el presente trabajo. Además, el grueso de las implicaciones ya lo hemos detallado en el apartado anterior, en el que hemos tratado las ventas de unidades productivas a través de un plan de reestructuración, comparándolas con el prepack.

En este caso, la atribución de la competencia relativa a la aceptación de la oferta por la unidad productiva se atribuye en exclusiva al deudor. También se prevé el nombramiento de un experto previa solicitud, cuyas funciones son las de actuar como intermediario, buscando potenciales compradores para la unidad productiva, al igual que en la venta vía plan de reestructuración. No obstante, su nombramiento no es preceptivo, sino siempre previa solicitud.

En relación a la propuesta de la oferta, anteriormente se exigía que ésta fuera siempre vinculante, por escrito y, al igual que se ha mencionado supra, que la unidad productiva se encuentre activa, es decir, en funcionamiento. Sin embargo, la nueva regulación introduce una relevante novedad en este sentido. Así, prescinde del último requisito mencionado: se pueden comprar unidades productivas que no tengan actividad, pero sólo si el comprador se

compromete a “activarla” de nuevo. Hablamos entonces de un funcionamiento actual o cercano en el tiempo.

Sin embargo, la interpretación de esta novedad entraña algunas dudas, como por ejemplo cuando el comprador intenta poner en funcionamiento la unidad productiva pero no lo consigue. Para resolver esta situación, se entiende que el comprador carece de responsabilidad en aquellos casos en que las causas no son imputables a él, como por ejemplo en casos de fuerza mayor. En cualquier caso, será interesante acudir a las resoluciones que se dicten en relación a las impugnaciones que puedan imponerse en este tipo de circunstancias.

Asimismo, otra de las novedades en relación a la oferta se refiere a la inclusión en la ley de una previsión en la que se permite que el potencial comprador sea tanto un tercero como un acreedor del deudor. Es relevante porque, aunque antes también se permitía, el legislador ha decidido incluir una referencia específica a tal efecto. Como excepción encontramos a las personas especialmente relacionadas con el deudor, cuya hipotética adquisición de la unidad productiva del deudor no implica que queden exonerados de sus deudas en el concurso. También se incluye una referencia a las sociedades cooperativas, estableciéndose que los trabajadores de las mismas también podrán presentar ofertas vinculantes para su adquisición, con la correspondiente sucesión de empresa.

Tampoco se incluye entre los requisitos que se deba abrir la fase de liquidación, por lo que bastará con la existencia de los dos elementos esenciales: presentación de una oferta vinculante por la unidad productiva y correspondiente solicitud de concurso de acreedores por parte del deudor.

A la luz de lo expuesto, podemos afirmar que estas previsiones se realizan con el objetivo de establecer el prepack concursal como alternativa a otros mecanismos como el plan de reestructuración, impulsando así el uso de esta figura en la práctica.

4. PRINCIPALES CONCLUSIONES E IMPLICACIONES DE LAS NOVEDADES INTRODUCIDAS

Recapitulando, hemos visto cómo la Ley 16/2022 no sólo ha introducido novedades en el tradicional prepack concursal, sino que también ha incluido una nueva figura: permite que la

venta de unidad productiva se lleve a cabo en el marco de un plan de reestructuración, siempre y cuando se respeten sus requisitos.

No obstante, es necesario precisar el importante papel que juegan los acreedores más privilegiados, quienes cuentan con un derecho de ejecución separada y tienen la facultad de bloquear la venta en cualquiera de los dos casos si menos del 75% de ellos acepta la oferta. Será por lo tanto esencial contar con su apoyo, aunque no debemos olvidar que en los planes de reestructuración contamos con el recurso del arrastre de acreedores, aunque independientemente de ello mantendrían su derecho de ejecución separada.

Además, en ambas vías es necesario que la unidad productiva se encuentre en funcionamiento, o que al menos se espere que lo esté en el corto plazo. Otra de las facilidades con las que cuentan estos procesos es la limitación en los recursos disponibles: tan sólo impugnación y para el caso del prepack también el recurso de reposición.

Hemos de precisar de nuevo uno de los aspectos que consideramos más relevantes, aunque ya se haya mencionado en la introducción. Y es que consideramos que la venta de unidad productiva vía plan de reestructuración goza de mayores ventajas que el prepack concursal.

En primer lugar, la cantidad obtenida por el deudor es mayor en el marco de los planes de reestructuración que en un concurso de acreedores, en tanto el primero se conforma como un instituto preconcursal que previsiblemente otorga una mayor confianza a los potenciales compradores, por lo que estarán dispuestos a ofrecer un precio significativamente superior.

También hay que tener en cuenta las características intrínsecas al plan de reestructuración, más flexible que un concurso de acreedores. Además, el hecho de que la venta se realice en esta situación hace que se pueda asegurar al potencial comprador cierta exclusividad en la negociación, pues en el prepack concursal se corre el riesgo de hacer frente a un proceso competitivo impuesto (*stalking horse*). Ello puede implicar el pago de un precio mayor por parte del potencial comprador, dado que se le garantiza una posición privilegiada.

A la vista de lo argumentado, podría parecer que el prepack concursal sólo son desventajas. Sin embargo, habrá situaciones en las que este recurso resulte de más interés que el plan de reestructuración, precisamente cuando éste no sea posible o resulte demasiado complejo. Otras situaciones en las que se conforma como un valor añadido es cuando la unidad productiva carece de funcionamiento (recordemos que el plan no lo permite) y se busque que el comprador reinicie su actividad.

Por lo tanto, podemos concluir que ambos mecanismos resultan de gran interés en la práctica, constituyéndose como una de las mejores soluciones a las situaciones de insolvencia del deudor, aunando tanto sus intereses (salvar la compañía) como los del acreedor (satisfacción de sus créditos) y el potencial comprador (le supone una oportunidad interesante).

5. OPORTUNIDADES DE INVERSIÓN EN EL CONTEXTO DE LA VENTA DE UNIDADES PRODUCTIVAS

A consecuencia de la crisis de 2008, surgieron nuevas dinámicas en los mercados con la finalidad de hacer frente a las nuevas y complejas circunstancias en que se encontraban las empresas. Se desarrollan así diversos mecanismos que antes apenas tenían implantación, conformándose desde entonces como recursos de gran utilidad para superar estas situaciones de dificultad financiera.

En este sentido, uno de las figuras que ha tenido un mayor desarrollo desde entonces es la venta de unidades productivas, habiéndose incrementado exponencialmente su uso en los últimos años y ayudando a paliar y mitigar los efectos de la situación de insolvencia en que se encuentran un gran número de empresas en nuestro país.

Muy a nuestro pesar, este número se ha incrementado significativamente en los últimos años a causa del contexto macroeconómico en que nos encontramos: pospandemia, guerra en Ucrania, altos precios de la energía y las materias primas, altos tipos de interés...

A tal efecto, se han implementado medidas para reducir las consecuencias de este contexto, entre las que podemos destacar la moratoria concursal (ya finalizada) y las facilidades en la obtención de liquidez y financiación en forma de avales del Instituto de Crédito Oficial. A pesar de ello, se espera que las situaciones distressed aumenten considerablemente en el corto plazo, lo que potencia las oportunidades de inversión al respecto²³.

Esta aparición de oportunidades de inversión debido al contexto existente hace que se espere un incremento en el número de operaciones de compra de activos y empresas en situaciones de dificultad. En suma, nos estamos refiriendo a las unidades productivas. Y ello teniendo en cuenta que gran parte de estas unidades productivas son completamente viables tanto

²³ Ibiza Gimeno, J., Navarro Máñez, M., “*Distressed M&A* y compra de unidades productivas”, en *Revista Española de Capital Riesgo*, nº 2, 2021, pp. 5-20.

económicamente como a nivel operativo, siendo muchas veces la causa de la situación de insolvencia la mera dificultad en materia financiera: existe un excesivo endeudamiento.

Este excesivo endeudamiento es una situación muy común en la actualidad, pues durante muchos años la financiación ha sido prácticamente sin coste alguno debido a los bajísimos tipos de interés. Sin embargo, el dinero ya no es gratis, y las subidas de tipos han sido muy repentinas, lo que potencia el efecto de este sobreendeudamiento.

Muchos son los motivos que hacen que la compra de unidades productivas en situaciones distressed sea una oportunidad de inversión de sumo interés.

En primer lugar, es notorio que el precio pagado por estas unidades productivas será muy bajo, claramente inferior a su valor real debido al contexto de insolvencia en que se encuentran. Por ello, es recomendable para los fondos de inversión analizar este tipo de oportunidades, teniendo una actitud proactiva respecto a las mismas

Por ejemplo, la compra de estas unidades productivas en el marco del prepack concursal resulta más atractivo para los fondos de inversión, dado que el precio a pagar será incluso inferior al que se pagaría en el contexto de un plan de reestructuración. Para la explicación de los motivos que fundamentan este argumento me remito a lo ya explicado en este sentido.

Más aún, se ha mencionado que muchas de estas unidades productivas son completamente viables, lo que las hace más interesantes si cabe. Los fondos de inversión pueden tener una actitud oportunista al respecto, aprovechando para comprar líneas de negocio viables de empresas que se encuentren en dificultades. Estas inversiones podrían conformarse como meras inversiones o como add-ons para empresas que estos fondos ya tengan en su portfolio.

Este tipo de oportunidades son viables tanto para fondos de inversión de todo tipo como para industriales, quienes también pueden aprovechar estas situaciones. Muchas son las razones motivan estas transacciones, y no meramente económicas: expansión a nuevos mercados, sinergias con negocios existentes, diversificación de sus actividades, refuerzo de su posición en el mercado...

Pero no en todos los casos de venta de unidades productivas se pueden encontrar oportunidades. Hay que matizar que la situación podría dar lugar a un cierto optimismo por parte de los fondos, pensando que adquieren auténticas gangas cuando en realidad no es así. Es posible que se termine pagando un precio mayor al esperado, teniendo en cuenta la variedad de costes a los que hay que hacer frente para ejecutar este tipo de operaciones. Y ello implicaría la falta del

mayor incentivo de este tipo de situaciones *distressed*: un precio significativamente inferior al de mercado.

Por último, resaltamos una oportunidad que puede pasar desapercibida en muchos casos. En el marco de estos procesos de venta de unidad productiva, la empresa deudora tiene que hacer frente a múltiples dificultades, entre las que podemos mencionar las presiones de los acreedores financieros o los mayores requerimientos de los proveedores en lo que a las garantías de pago se refiere.

Por ello, para superar estas circunstancias la empresa necesitará hacer un uso óptimo de su circulante, fundamentalmente de su tesorería y liquidez inmediata. Ello será necesario para poder mantener en funcionamiento la unidad productiva de que se trate, lo que es esencial en casi todos los casos de cara a su venta, tal y como hemos visto.

Así, surge una gran oportunidad para los fondos de deuda, quienes podrán conseguir notables retornos otorgando financiación (en este caso alternativa: no bancaria) a estas empresas para que la venta de la unidad productiva no corra mayores riesgos, pues se encuentran en una situación crítica y de gran necesidad.

Por lo tanto, son variadas e interesantes las oportunidades de inversión en materia de venta de unidades productivas, unas operaciones que previsiblemente aumentarán en los próximos meses de acuerdo con el contexto en que nos encontramos.

V. CONCLUSIONES

El análisis llevado a cabo en el presente trabajo nos permite afirmar con rotundidad que las novedades de la legislación concursal, y con mayor ahínco los planes de reestructuración y la venta de unidades productivas, se constituyen como mecanismos de gran utilidad en tanto permiten a las empresas mitigar las consecuencias de la situación de insolvencia en la que se encuentran.

Estas novedades suponen claras oportunidades, tanto para los propios deudores y acreedores como para las entidades de inversión. Estas últimas pueden encontrar en estas oportunidades interesantes retornos. Por ejemplo, los fondos de *private equity* pueden tomar el control de compañías en situaciones *distressed* otorgándoles financiación que posteriormente se podría capitalizar por la vía de los planes de reestructuración, y ello sumado a la posibilidad de arrastrar tanto a los acreedores como a los socios disidentes. Otro ejemplo lo encontramos en el contexto de la venta de unidades productivas, lo que permite a los fondos adquirir estos negocios por un precio significativamente inferior a su valor real.

A pesar de ello, este tipo de operaciones no gozan de una aceptable implementación en nuestro país, a diferencia de la cultura anglosajona. Esto se debe, fundamentalmente, al desconocimiento en relación a los institutos preconcursales. Por ello, es esencial culturizar al sector empresarial en torno a estas soluciones, de gran utilidad para prevenir situaciones nada deseables para ninguno de los agentes del mercado y para aprovechar las oportunidades de inversión disponibles.

En este sentido, el papel jugado por los asesores es ahora más importante si cabe. No sólo deben actualizar sus conocimientos en relación al nuevo marco jurídico, sino también introducir estas novedades y sus respectivas oportunidades a sus clientes. Suponen, sin ninguna duda, una parte esencial de las dinámicas de estas situaciones: nos referimos no sólo a los abogados y banqueros, sino también a los asesores en materia de reestructuraciones e insolvencias propiamente dichos.

En las reestructuraciones actuales, hemos visto cómo se articulan de una forma muy diferente: unas veces alcanzando amplios acuerdos, y otras existiendo fuertes disconformidades y desavenencias entre las partes, como el conocido caso de Celsa. Sin embargo, opinamos que esta excesiva falta de acuerdos no debería ser la regla general, aunque hay que precisar que ello

dependerá de la gravedad de la situación: si la insolvencia es total, se exigirán mayores esfuerzos a los acreedores vía quitas y por lo tanto intentarán defender sus intereses.

El abuso de planes no consensuales gracias a la posibilidad de arrastre podría desvirtuar los fines últimos que rigen estos mecanismos, lo que implicaría frecuentes tomas de control prescindiendo de los socios. Esto también puede verse como oportunidad para los fondos de inversión.

En cualquier caso, lo que está claro es que surgen muchas y variadas oportunidades en estas situaciones *distressed*, por lo que habrá que analizar cada supuesto concreto de forma que se pueda optimizar el uso de los nuevos mecanismos introducidos en la reforma concursal.

VI. BIBLIOGRAFÍA

Alonso Hernández, Á., “La compraventa de negocios en crisis según la reforma: planes de reestructuración liquidativos vs *prepack*”, en *Monográfico sobre la reforma concursal*, Actualidad Jurídica Uría Menéndez, n° 59, 2022, pp. 137-158 (disponible en <https://www.uria.com/documentos/publicaciones/8184/documento/ajum-59.pdf?id=13122&forceDownload=true>; última consulta 30/05/2023).

Arbalán Gabeiras, B., Geli Fernández-Peñaflor, E., “Los planes de reestructuración”, en *Monográfico sobre la reforma concursal*, Actualidad Jurídica Uría Menéndez, n° 59, 2022, pp. 30-70 (disponible en <https://www.uria.com/documentos/publicaciones/8184/documento/ajum-59.pdf?id=13122&forceDownload=true>; última consulta 25/05/2023).

Casado, R., “Pronovias, Telepizza, Celsa... así fuerzan el control los acreedores con el efecto arrastre”, en *El Economista*, 8 de abril de 2023 (disponible en: <https://www.eleconomista.es/capital-riesgo/noticias/12218105/04/23/pronovias-telepizza-celsa-asi-fuerzan-el-control-los-acreedores-con-el-efecto-arrastre.html>; última consulta 02/06/2023).

Giménez, O., “30 reestructuraciones de deuda que definirán el futuro de las quiebras en España”, en *El Confidencial*, 4 de junio de 2023 (disponible en: https://www.elconfidencial.com/amp/empresas/2023-06-04/reestructuraciones-empresas-ley-concursal-jueces_3636934/; última consulta 05/06/2023).

Ibiza Gimeno, J., Navarro Máñez, M., “*Distressed M&A* y compra de unidades productivas”, en *Revista Española de Capital Riesgo*, n° 2, 2021, pp. 5-20.

Ley 16/2022, de 5 de septiembre, de reforma del texto refundido de la Ley Concursal (BOE 06/09/2022).

Martínez Muñoz, M., “Las oportunidades de la reestructuración empresarial para el capital riesgo en un contexto post COVID-19”, en *Revista Española de Capital Riesgo*, n° 4, 2020, pp. 5-24.

Ruiz, L., “La nueva Ley Concursal: balance tras seis meses de vigencia”, en *Expansión*, 24 de mayo de 2023 (disponible en <https://www.expansion.com/juridico/opinion/2023/05/24/646def95e5fdea680c8b4580.html>; última consulta 18/05/2023).

Santos Olalde, I., “La nueva ley concursal: admite que necesitas ayuda y evitarás el concurso”, en *Cinco Días*, 24 de marzo de 2023 (disponible en: https://cincodias.elpais.com/cincodias/2023/03/23/legal/1679588582_027777.html; última consulta 18/05/2023).

They, A., García-Alamán, B., Verdugo, J., Jiménez, J.M., “Principales novedades que incorpora la reforma del Texto Refundido de la Ley Concursal en el régimen de reestructuraciones e insolvencias español”, *Garrigues*, 6 de septiembre de 2022 (disponible en: https://www.garrigues.com/es_ES/noticia/principales-novedades-incorpora-reforma-texto-refundido-ley-concursal-regimen; última consulta 21/05/2023).