



**COMILLAS**  
UNIVERSIDAD PONTIFICIA

ICAI

ICADE

CIHS

FACULTAD DE DERECHO

**LA REESTRUCTURACIÓN FORZOSA DE LA  
EMPRESA MEDIANTE EL ARRASTRE DE  
ACREEDORES**

Autor: Alejandro Samaniego Jurado  
5º E-3 D  
Derecho Mercantil

Tutor: Miguel Martínez Muñoz

Madrid  
Abril de 2020

## **RESUMEN**

El desarrollo de la regulación, tanto nacional como a nivel comunitario, de las herramientas de reestructuración preventiva ha tenido muchas consecuencias en distintos ámbitos relacionados con los deudores y acreedores en un contexto de insolvencia. Una de las más relevantes ha sido la posibilidad de extender los efectos de un acuerdo de refinanciación a acreedores disidentes o no participantes en el mismo, incluso si estos están dotados de garantía real.

El presente trabajo de investigación pretende llevar a cabo un análisis crítico sobre las consecuencias de la figura del acuerdo de refinanciación homologado judicialmente previsto en la Disposición Adicional Cuarta de la Ley Concursal, así como de la regulación futura que será necesario desarrollar en el marco de la tendencia armonizadora de la Unión Europea, y cómo esta, y en concreto los sistemas de arrastre de acreedores o socios pueden suponer, estando justificada o no, la reestructuración forzosa de la sociedad.

### **Palabras clave:**

Acuerdo de refinanciación, marcos de reestructuración preventiva, arrastre de acreedores, *intra-class cram-down*, *cross-class cram-down*.

## **ABSTRACT**

The development of regulation, both at national and Community level, of preventive restructuring tools has had many consequences in different areas relating to debtors and creditors in a context of insolvency. One of the most relevant has been the possibility of extending the effects of a refinancing agreement to dissenting or non-participating creditors, even if they have a security interest.

This research work aims to carry out a critical analysis of the consequences of the figure of the judicially approved refinancing agreement provided for in the Fourth Additional Provision of the Spanish Insolvency Law, as well as of the future regulation that will be necessary to develop within the framework of the harmonizing trend of the European Union, and how this, and in particular the creditor or shareholder carryover systems may involve, whether or not they are justified, the forced restructuring of the company.

### **Key words:**

Refinancing agreement, preventive restructuring frameworks, creditors' carry-over, intra-class cram-down, cross-class cram-down.

## ÍNDICE

<b>1. INTRODUCCIÓN.....</b>	<b>1</b>
<b>2. HOMOLOGACIÓN JUDICIAL DE ACUERDOS DE REFINANCIACIÓN. LA DISPOSICIÓN ADICIONAL CUARTA. ....</b>	<b>5</b>
<b>2.1. CONCEPTO.....</b>	<b>5</b>
<b>2.2. REQUISITOS.....</b>	<b>9</b>
<i>2.2.1. Régimen de Mayorías. ....</i>	<i>10</i>
<b>2.3. ARRASTRE DE ACREEDORES. ....</b>	<b>14</b>
<i>2.3.1.- Acreedores con Garantía Real. ....</i>	<i>17</i>
<b>2.4. MECANISMOS DE PROTECCIÓN. EL SACRIFICIO DESPROPORCIONADO. ....</b>	<b>22</b>
<b>3. REESTRUCTURACIÓN EN LA DIRECTIVA 2019/1023.....</b>	<b>23</b>
<b>3.1. CONTENIDO DE LOS MARCOS DE REESTRUCTURACIÓN PREVENTIVA.....</b>	<b>24</b>
<b>3.2. MODELO DE LA DIRECTIVA.....</b>	<b>26</b>
<b>3.3. FORMACIÓN DE CLASES.....</b>	<b>29</b>
<i>3.3.1. Clase Integrada por Socios. ....</i>	<i>31</i>
<b>3.4. VALORACIÓN DE LA EMPRESA.....</b>	<b>33</b>
<b>3.5. TEST DE LA CUOTA DE LIQUIDACIÓN.....</b>	<b>35</b>
<b>3.6. ARRASTRE DE ACREEDORES. ....</b>	<b>36</b>
<i>3.6.1. Regla de Prioridad Absoluta. ....</i>	<i>37</i>
<i>3.6.2. Especial Referencia a la Modalidad de Cram-up. ....</i>	<i>39</i>
<b>4. CONSECUENCIAS DEL ARRASTRE. ....</b>	<b>40</b>
<b>5.- CONCLUSIÓN.....</b>	<b>45</b>
<b>6. BIBLIOGRAFÍA .....</b>	<b>46</b>
<b>6.1 LIBROS Y ARTÍCULOS DOCTRINALES.....</b>	<b>46</b>
<b>6.2 JURISPRUDENCIA .....</b>	<b>49</b>
<b>6.3 INFORMES.....</b>	<b>49</b>

## 1. INTRODUCCIÓN.

La crisis financiera que se inició en el año 2007 puso de manifiesto la insuficiencia de la regulación concursal española para garantizar la supervivencia de aquellas empresas en dificultades que a ella se acogían. La Ley 22/2003 de 9 de julio, Concursal (en adelante, la “LC”), se gestó en el año 2003, entrando en vigor en un año 2004 que estaba marcado por un estable crecimiento económico. Ello hizo que el contexto económico-financiero en el que se redacta la ley no tuviese en cuenta muchos factores que se dieron cuando finalmente se pone a prueba con la Gran Recesión a la que nos hemos referido. Esta situación sobrevenida derivó en una reforma acelerada y poco meditada de la norma, que comienza con la introducción, en el año 2009, de un régimen protector de acuerdos de refinanciación que dio origen al actual artículo 5.1 bis LC. A partir de entonces el pre-concurso ha ido mutando tanto en lo cualitativo como en lo cuantitativo a través de varias reformas como la acaecida en 2011, que eliminaba el requisito de que el deudor se hallase en insolvencia actual, o la de la Ley 9/2015 de 25 de mayo, que introducía el mencionado artículo 5.1 bis<sup>1</sup>.

En el ámbito de la Unión Europea (en adelante, “UE”), un informe en el año 2010 de la Asociación Internacional de Reestructuración, Insolvencia y Quiebra (INSOL, por sus siglas en inglés), puso de manifiesto la necesidad de armonizar los procedimientos de insolvencia previstos en los Estados miembros. En efecto, las disparidades entre la regulación de la materia en cada Estado estaban generando obstáculos, ventajas o desventajas competitivas y dificultades a las compañías que desarrollaban su actividad o poseían activos en Estados miembros distintos al propio. Esto tenía dos consecuencias directas que eran dificultar la reestructuración de compañías insolventes, pero viables financieramente y suponer una merma del llamado “*level playing field*” o marco de igualdad en que debían moverse estas compañías en el seno de la Unión<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup> DE CARDENAS, C., “La propuesta de directiva sobre reestructuración temprana y su transposición al derecho español”, *RDCP*, nº 29, 2018, versión electrónica, pp. 1-2.

<sup>2</sup> EUROPEAN PARLIAMENT, “Harmonisation of insolvency law at EU level”, *Legal and Parliamentary Affairs*, 2010, p. 22.

Por otro lado, en esa época España constituía uno de los pocos ordenamientos que en el contexto europeo y norteamericano no contenía una adecuada regulación para la protección de los acuerdos pre-concursales de refinanciación en situaciones concursales o próximas al concurso, lo que motivaba fugas o fórum shopping de importantes procedimientos de refinanciación a jurisdicciones más “amigables” como la anglosajona, tal y como ocurrió con los casos de “La Seda” o Metrovacesa<sup>3</sup>.

Este informe dio lugar a la emisión, en 2014, de la Recomendación de la Comisión, de 12 de marzo de 2014 sobre un nuevo enfoque frente a la insolvencia y el fracaso empresarial (en adelante, la “Recomendación”) que se constituía como el primer instrumento en el camino de la consecución de la armonización de los distintos regímenes europeos en materia de reestructuraciones e insolvencias. Es importante señalar que, pese a que el citado informe contempla la armonización en materia de insolvencias, la Recomendación se terminó centrando en los llamados “instrumentos híbridos”, que son aquellos que se encuentran a caballo entre las herramientas de reestructuración consensuales y las concursales<sup>4</sup>.

La Recomendación asume que hay ocasiones en las que el concurso no es la mejor opción para salvar empresas en dificultades, por lo que opta por medidas de reestructuración para intentar sanar el tejido empresarial que tiene posibilidades de ello. Para que esta recuperación sea posible, el procedimiento de sanación debe llevarse a cabo fuera de una sede judicial donde los tiempos que se manejan y las habilidades de los jueces no casan, ni pueden casar, con los ritmos del mercado y las habilidades de los gestores de las empresas<sup>5</sup>.

Esta Recomendación enlaza con el Real Decreto Ley 4/2014, de 7 de marzo, por el que se adoptan medidas urgentes en materia de refinanciación y reestructuración de deuda empresarial y que da origen a la actual homologación de acuerdos de refinanciación que se recoge en la Disposición Adicional Cuarta (en adelante, la “DA4<sup>a</sup>”) de la LC. Esta modificación fue de gran relevancia al permitir la extensión coactiva de los efectos del

---

<sup>3</sup> PULGAR, J., “Reestructuración empresarial y potenciación de los acuerdos homologados de refinanciación”, *RDCP*, nº 22, 2015, versión electrónica, p. 2

<sup>4</sup> THERY, A., “Los marcos de reestructuración en la propuesta de Directiva de la Comisión Europea de 22 de noviembre de 2016 (I)”, *RDCP*, nº 27, 2017, versión electrónica, p. 3.

<sup>5</sup> DE CARDENAS, C., “La propuesta...”, cit., pp. 1-2.

acuerdo de refinanciación a acreedores financieros disidentes o no participantes incluso cuando estos gozasen de garantía real<sup>6</sup>. Esta extensión, arrastre, o *intra class cram-down* se produce dentro de cada clase de acreedores, extendiéndose los efectos solo dentro del perímetro de la misma.

La Recomendación de 2014, que, si bien sirvió de inspiración para algunos Estados miembros, no ha sido adoptada por muchos otros, lo que implica que las discrepancias entre las normas de los mismos siguen siendo intensas. La propia Recomendación ya recogía previsión de iniciar en 2015 una evaluación del grado de cumplimiento de su contenido y de la pertinencia de proponer nuevas medidas para consolidar y reforzar el enfoque adoptado en la misma.

En el mismo año 2015, el Libro Verde “Construir una Unión de los Mercados de Capitales” (en adelante, la “UMC”), resalta cómo en comparación con otras regiones, la obtención de financiación en los mercados de capitales en Europa está escasamente asentada. Los mercados de acciones y de deuda tienen poco desarrollo y las empresas europeas siguen dependiendo en gran medida de los bancos, siendo esta excesiva bancarización una clara vulnerabilidad frente a un endurecimiento del crédito bancario. El mismo libro señala cómo las disposiciones legislativas en materia de insolvencias se yerguen como uno de los obstáculos a los flujos transfronterizos de capitales necesarios para el desarrollo de este mercado<sup>7</sup>.

En este contexto llega la reforma del Reglamento Europeo de Insolvencias de 2015 (en adelante, el “Reglamento”), que si bien ha supuesto un progreso en esta materia, se encontró rápidamente con el límite de su alcance, dado que su contenido no incluye armonización sustantiva, y que además debía integrar dos sistemas con una concepción de la insolvencia muy diferente, como eran el modelo inglés del *Scheme of Arrangement* Británico y el modelo alemán, más cercano a la norma americana del *Chapter 11* del *Bankruptcy Code*.<sup>8</sup>

---

<sup>6</sup> AZOFRA, F., *La homologación judicial de acuerdos de refinanciación*, Ed. Reus, 2017, p. 22.

<sup>7</sup> COMISIÓN EUROPEA, *Construir una Unión de los Mercados de Capitales*, 2015, pp. 4-6.

<sup>8</sup> THERY, A., “Reestructuraciones e insolvencias: la encrucijada de la armonización europea”, *RDCP*, nº 24, 2016, versión electrónica, pp. 1-3.

Como mencionábamos anteriormente, la Recomendación 2014 de la Comisión Europea preveía la realización de una evaluación de cumplimiento de las medidas en ellas recogidas y de necesidad de ulteriores regulaciones. En este sentido, y a la vista de la insuficiencia del Reglamento, se desarrolla la Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo sobre marcos de reestructuración preventiva, segunda oportunidad y medidas para aumentar la eficacia de los procedimientos de condonación, insolvencia y reestructuración (en adelante, la “Propuesta de Directiva”). Esta Propuesta de Directiva recoge una serie de mínimos, pues se da cierto margen de regulación a los Estados miembros, que se enmarcan en unos principios claros y coherentes, de fundamento económico y con inspiración dual tanto inglesa, con el *Scheme of Arrangement*, como americana, con el *Chapter 11 del Bankruptcy Code*<sup>9</sup>.

Finalmente, el 20 de junio de 2019 se publica la Directiva 2019/1023 del Parlamento Europeo y el Consejo sobre marcos de reestructuración preventiva, exoneración de deudas e inhabilitaciones, y sobre medidas para aumentar la eficiencia de los procedimientos de reestructuración, insolvencia y exoneración de deudas, y por la que se modifica la Directiva (UE) 2017/1132 sobre reestructuración e insolvencia (en adelante, la “Directiva”). Esta regula en el Capítulo III de su Título II, en los artículos 8 a 16, los planes de reestructuración, que configuran los llamados marcos de reestructuración preventiva y que pretenden evitar la insolvencia y garantizar la viabilidad de empresas en dificultades económicas<sup>10</sup>.

La norma española ya incluye ciertos mecanismos recogidos por esta Directiva, tales como la homologación de la DA4<sup>a</sup> o la comunicación del artículo 5 bis de la LC. No obstante, se hace necesario cierto desarrollo legislativo que permita adaptarse a la Directiva. Ejemplos serían la necesidad de formación de clases de acreedores, el sistema de valoración de la empresa o el arrastre no solo entre acreedores de una misma clase sino entre las propias clases de acreedores. Esto tendrá consecuencias relevantes, tanto en el ámbito legislativo, en cuanto será necesario modificar ya no solo el Derecho concursal sino también otros como el de sociedades, como en el ámbito de los derechos

---

<sup>9</sup> DE CARDENAS, C., “La propuesta...”, cit., p. 1.

<sup>10</sup> DÍAZ, A., “Socios, planes de reestructuración y capitalización de créditos en la Directiva (EU) 2019/1023, sobre reestructuración e insolvencia”, *ADCo*, nº 49, 2020, versión electrónica, p.1.



fundamentales, que como veremos podrán ser afectados si no se dota al sistema de unas garantías y una coherencia adecuadas.

El presente trabajo de investigación pretende llevar a cabo un análisis crítico sobre las consecuencias de la figura del acuerdo de refinanciación homologado judicialmente previsto en la DA4ª de la LC, así como de la regulación futura que será necesario desarrollar en el marco de la tendencia armonizadora de la Unión Europea, y cómo esta, y en concreto los sistemas de arrastre de acreedores o socios pueden suponer, estando justificada o no, la reestructuración forzosa de la sociedad.

## **2. HOMOLOGACIÓN JUDICIAL DE ACUERDOS DE REFINANCIACIÓN. LA DISPOSICIÓN ADICIONAL CUARTA.**

En aras de poder llevar a cabo un análisis consistente de las consecuencias de la regulación relativa a la homologación de acuerdos de refinanciación y la extensión de sus efectos, es conveniente partir de la comprensión de su funcionamiento, para lo cual desarrollaremos en el presente apartado el marco teórico tanto de la DA<sup>4</sup> en su redacción actual, con énfasis en el arrastre de acreedores dentro de una misma clase, como de la Directiva en materia de reestructuración, centrándonos en este segundo caso en el arrastre de acreedores ya no solo dentro de cada clase sino entre ellas, el denominado *cross-class cram-down*.

### **2.1. CONCEPTO.**

El acuerdo de refinanciación es un negocio jurídico privado y extrajudicial celebrado entre un deudor, en situación de insolvencia actual o inminente, y sus acreedores, y cuyo objetivo primordial es la recuperación económica del mismo que evite el concurso de acreedores<sup>11</sup>. Vemos cómo en la práctica este instituto jurídico le ha ido comiendo terreno al convenio previsto en el procedimiento concursal, que se erigía como la solución natural del mismo, pero que ha tenido muy poca eficacia, siendo prueba de ello el alto número

---

<sup>11</sup> GARNACHO, L., “Institutos jurídicos pre-concursales y principio de arrastre (o *cram-down rule*)”, *RDGP*, nº 31, 2019, versión electrónica, p. 2.

(cerca del 85% en 2019)<sup>12</sup> de procedimientos concursales que acaban en liquidación de la sociedad. Vemos así cómo los acuerdos de refinanciación homologados se han convertido en uno de los pilares fundamentales de los arreglos preventivos de la insolvencia, siendo una de las causas el hecho de que estos se dirigen a acreedores profesionales cuya actividad es precisamente la concesión de facilidades financieras y que, conociendo de primera mano la situación financiera de la empresa, pueden valorar como positiva para sus intereses la continuidad de la actividad de la misma<sup>13</sup>.

La efectividad de los acuerdos de refinanciación, como en la mayor parte de los acuerdos que se pueden alcanzar, reside en el fiel cumplimiento de los mismos. Estos acuerdos incluyen una serie de medidas encaminadas a garantizar la supervivencia de la empresa. Así, las partes pactan quitas, capitalización de deuda, préstamos subordinados, capitalización de intereses y demás soluciones encaminadas a adaptar la estructura de capital a una situación de falta de capacidad de pago, teniendo en mente que lo alcanzado en este acuerdo será más beneficioso que la liquidación de la sociedad. Por otro lado, un aspecto esencial es el pacto de períodos de espera en los que la empresa deudora no tendrá que hacer frente al pago de su deuda, por no ser esta ni vencida ni exigible, y sobretodo los acreedores firmantes del acuerdo no podrán iniciar demandas o ejecuciones singulares. Todas estas medidas pretenden dar a la empresa oxígeno suficiente para que se lleve a cabo, en el marco del acuerdo, un plan de viabilidad que permita a la empresa superar su situación y seguir operando.

Uno de los riesgos para la consecución de estos objetivos reside en el principio de relatividad de los contratos recogido en el artículo 1257 del Código Civil (en adelante, el “CC”), por el cual los pactos solo surten efectos entre las partes firmantes del mismo. Ello implica que los acreedores no firmantes no quedan vinculados por el contenido del acuerdo y, en consecuencia, podrán, cuando tengan legitimación para ello, ejercitar las acciones necesarias encaminadas a proteger y realizar su crédito. Esto, si bien es legítimo, puede poner en peligro la consecución de los objetivos del acuerdo, y en última instancia,

---

<sup>12</sup> Registro Mercantil Central. Situaciones concursales. Estadísticas 2019. Disponible en: <http://www.rmc.es/documentacion/publico/ContenedorDocumentoPublico.aspx?arch=Estadisticas\ESTADISTICAS-2019.pdf>

<sup>13</sup> AZOFRA, F., *La homologación...*, cit., p. 18.

abocar a la empresa firmante al concurso de acreedores que en primera instancia se quería evitar.

Como hemos mencionado, y salvo en situaciones residuales, esta actuación contra el acuerdo por parte de un acreedor solicitando embargos, instando el cobro o ejecutando su garantía real, no es abusiva por no conllevar un deseo expreso de perjuicio al deudor, pues la única motivación es el cobro de lo debido a través de los mecanismos que la ley reconoce para hacerlo. Esta actuación legítima, no obstante, puede entenderse, y así se hace por parte de la doctrina, contraria al interés de los acreedores firmantes entendidos no individualmente sino como una colectividad en muchos casos mayoritaria<sup>14</sup>.

Se produce así una situación antitética entre aquellos acreedores que, pese a gozar de derechos de crédito, pretenden la continuación de la actividad de la compañía renunciando para ello a parte de su crédito o postergando o novando el mismo, y aquellos que buscan ejercer su derecho de cobro aun cuando esto implique el concurso de la empresa. Como solución a esta dicotomía, y en pos de lograr el cumplimiento de los acuerdos de refinanciación, la reforma de la LC del año 2011 introduce una primera versión de la DA4<sup>a</sup> que contiene una excepción al principio de relatividad de los contratos anteriormente mencionado y que, siempre que se cumplan una serie de requisitos, extiende, en la medida que la propia DA4<sup>a</sup> establece, los efectos del acuerdo de refinanciación a los acreedores financieros que no gocen de garantía.

Como mencionábamos en la introducción, la reforma de la LC tras la crisis económica fue atropellada y poco meditada. No sorprende por ello que dos años después de esta primera versión, la Ley 14/2013 introdujese una primera modificación, a la que le seguiría otra dos meses después, con la Ley 26/2013. Finalmente, el Real Decreto 4/2014, de 7 de marzo, por el que se adoptan medidas urgentes en materia de refinanciación y reestructuración de deuda empresarial, basado en la Recomendación de la Comisión Europea de 2014, dota a la DA4<sup>a</sup> de su redacción actual. Este Real Decreto consigue resarcir en cierta medida la cuestionable técnica legislativa y cumple con los deberes impuestos por la UE, pues se consigue con éste adaptar la normativa concursal al

---

<sup>14</sup> AZNAR, E., *La homologación judicial de acuerdos de refinanciación en la disposición adicional cuarta de la Ley Concursal*, Ed. Tirant lo Blanch, 2017, pp. 11 y ss.

contenido de la Recomendación, cosa que otros Estados miembros no hicieron<sup>15</sup>. Se pone de manifiesto así la cuestionable técnica legislativa del legislador en España, así como la falta de meditación y previsión de consecuencias que se tuvo a la hora de promulgar los diferentes textos.

La intención de esta última reforma era superar una serie de limitaciones en el contenido de los acuerdos de refinanciación que estaban cercenando la eficacia y seguridad jurídica que se necesitaban para poder llevar a cabo con éxito reestructuraciones financieras en las empresas<sup>16</sup>.

La actual DA4<sup>a</sup> se centra en un tipo particular de acuerdo de refinanciación, que es aquel que recoge la posibilidad de ser homologado judicialmente si ha sido consensuado por un mínimo del 51% del pasivo financiero y, además, reúna los requisitos citados en la letra a) y los números 2º y 3º de la letra b) del artículo 71 bis.

La constatación de los requisitos del apartado primero de la DA4<sup>a</sup> arroja dos consecuencias. La primera de ellas es que el acuerdo de refinanciación suscrito podrá ser judicialmente homologado, lo que lo blindará frente a potenciales acciones rescisorias que se puedan dar si eventualmente el deudor entra en situación concursal. La segunda, es que el alcance de dicha homologación judicial podría, si se verifican una serie de requerimientos, extenderse a aquellos acreedores financieros disidentes o no participantes en el acuerdo de refinanciación, incluso si estos gozan de garantía real, en lo que se conoce como arrastre de acreedores o *“intra-class cram-down”*.

La DA4<sup>a</sup>, por otro lado, dota a los operadores de un amplio abanico de mecanismos de reestructuración que varían en función del grado de consenso, pero que incluyen esperas de hasta 10 años, quitas, conversión de deuda en capital, cesión en pago, conversión de deuda en préstamos participativos, obligaciones convertibles, préstamos subordinados, préstamos con intereses capitalizables o cualquier otro instrumento financiero de rango, vencimiento o características distintas de la deuda original.

---

<sup>15</sup> YÁÑEZ, J., “Aires de reforma para los acuerdos de refinanciación”, *Boletín de Derecho Mercantil*, febrero 2017, p. 3.

<sup>16</sup> YÁÑEZ, J., “Aires de...”, cit., p.2

En conclusión, la reforma incluye los medios, tanto a nivel subjetivo como objetivo, para intentar salvar sociedades operativamente viables a través de procedimientos extrajudiciales que la eximan de los dilatados tiempos que los tribunales manejan y que en muchas ocasiones suponen la condena de estas empresas.

## 2.2. REQUISITOS

El acuerdo de refinanciación debe haber sido consensuado por un mínimo del 51% del pasivo financiero y, además, reunir los requisitos citados en la letra a) y los números 2º y 3º de la letra b) del artículo 71 bis. Estos requisitos son, en primer lugar, la necesidad de que el acuerdo de refinanciación amplíe significativamente el crédito disponible o se modifiquen o extingan las obligaciones del deudor, es decir, que incremente la masa activa o que disminuya la masa pasiva, ya sea mediante prórroga del plazo de vencimiento o la sustitución de la deuda por instrumentos nuevos siempre que estos respondan a un plan de viabilidad que permita la continuidad de la actividad del deudor. En segundo lugar, se exige que se emita certificación del auditor de cuentas del deudor o, si este no existiere, de uno nombrado al efecto por el registro mercantil del domicilio del deudor, y, tratándose de un grupo, el auditor de la sociedad dominante. Este auditor tendrá que pronunciarse sobre la suficiencia del mínimo del 51% del pasivo financiero. Por último, se requiere que el acuerdo sea formalizado en instrumento público, anexando los documentos los documentos que justifiquen el cumplimiento de los requisitos anteriores.

Se puede apreciar aquí cómo el legislador permite el acceso del deudor al pre-concurso sin que este deba acreditar su insolvencia, la existencia de negociaciones con los acreedores o la viabilidad empresarial en caso de que se termine alcanzando el acuerdo. Un control *ex ante* de la pertinencia de la situación pre-concursal requeriría una acreditación por parte del deudor y un análisis judicial del fondo del asunto que derivaría en una dilación que podría ser fatal para el interés de salvaguarda de la propia institución pre-concursal. Así, en la disyuntiva entre celeridad y salvaguarda de los intereses de los acreedores, se opta por lo primero<sup>17</sup>.

---

<sup>17</sup> DE CARDENAS, C., “La propuesta...”, cit., pp. 1-2.

Por otro lado, la consecuencia central de la DA4<sup>a</sup> de la extensión de efectos a acreedores disidentes mediante el arrastre está supeditada al cumplimiento de una serie de requisitos que se podrían calificar en positivos y negativos:

El requisito positivo es de alcance de mayorías, que difieren según nos encontremos ante acreedores que gocen de garantía real o no. Estas mayorías, además, funcionan en un doble sentido. Por un lado, son un mínimo legitimador de la medida, y por otro modulan el alcance de la misma. En el caso de que no se goce de garantía real o en la parte del crédito que exceda del valor de la garantía (y por tanto no quede asegurado por ella), las mayorías serán del 60% o del 75%. En el caso de que la garantía real cubra el crédito, para lo que habrá que estar al valor de la garantía, las mayorías serán del 65% o del 80%. Vemos, por tanto, que la valoración de la garantía se presenta como algo esencial y no exento de dificultades, como las relativas a su relación o independencia con el valor del crédito, o su método de cálculo, originario o posterior<sup>18</sup>.

De este modo, que en cada categoría se alcancen unas u otras mayorías determinará el alcance de la transmisión de los efectos. El requisito negativo será la inexistencia de un sacrificio desproporcionado para el acreedor, concepto que será analizado más adelante.

### *2.2.1. Régimen de Mayorías.*

La DA4<sup>a</sup>, en su apartado primero, establece que tendrán la consideración de acreedores de pasivos financieros, a sus efectos, los titulares de cualquier endeudamiento financiero con independencia de estar o no sometidos a supervisión financiera. Con esto, se acaba con el despropósito de que los acreedores más sofisticados, además de no estar sometidos a supervisión, tuviesen oportunidad de tomar como rehenes a los demás acreedores financieros y al propio deudor<sup>19</sup>.

Quedarán excluidos los acreedores por créditos laborales, los acreedores por operaciones comerciales y los acreedores de pasivo de derecho público. Este concepto de pasivo financiero ha generado ciertas dudas doctrinales. Ciertos autores han considerado la existencia de una remisión tácita al Plan General Contable y su concepto de pasivo o

---

<sup>18</sup> VEIGA, A., “Garantías, privilegios y valores razonables o menos razonables de las garantías en el concurso de acreedores”, *RDCP*, n° 26, 2017, versión electrónica, pp. 14-15.

<sup>19</sup> DE CARDENAS, C., “La propuesta...”, cit., p. 4.

endeudamiento financiero<sup>20</sup>. Esto fue defendido en la Reunión de Magistrados de lo Mercantil de Madrid en fechas 7 y 21 de noviembre de 2014, que decidieron por unanimidad que dicha interpretación “favorece la seguridad jurídica, pues permite aplicar de manera cierta las reglas de cómputo de mayorías basándose en la contabilidad del deudor y sin necesidad de analizar, una a una, la exacta naturaleza del contrato de financiación”<sup>21</sup>.

Como argumentos en contra de esta tesis, hay quien defiende una autonomía del concepto de pasivo financiero. Esta idea la sostiene el Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas, que razona que en la DA4ª “*se encuentra una categoría autónoma, claramente identificable, [...], referida a cualquier acreedor que ha suministrado financiación a la empresa en su significado más intuitivo, es decir, que ha suministrado fondos o efectivo a la misma, y distinta a las restantes categorías de acreedores contenidas en el artículo 94.2*”<sup>22</sup>. Vemos que no hay una conclusión clara al no existir jurisprudencia en sentido estricto al respecto, aunque parece razonable considerar, a efectos de la DA4ª, un concepto autónomo de pasivo financiero<sup>23</sup>.

Respecto a las exclusiones llevadas a cabo por la norma a efectos de computar las mayorías, tanto la de adopción como las de arrastre, encontramos en primer lugar que no se tendrán en cuenta aquellos pasivos financieros que sean titularidad de personas especialmente relacionadas tal y como éstas se definen en el apartado 2 del artículo 93 LC. No obstante, matiza la DA4ª que sí que pueden quedar afectados por la homologación judicial prevista.

Otros elementos excluidos de la base computacional son los créditos públicos, los créditos laborales y acreedores por operaciones comerciales. Respecto a los primeros, hay que resaltar que la ley se refiere a los créditos de derecho público y no los créditos de los que

---

<sup>20</sup> HERNÁNDEZ, M., “Algunas dudas sobre el régimen de mayoría de los acuerdos de refinanciación de la DA4ª LC”, *RDM El Derecho*, nº 38, 2014, versión electrónica, p. 2.

<sup>21</sup> Conclusiones de la Reunión de Magistrados de lo Mercantil de Madrid en fechas 7 y 21 de noviembre de 2014 sobre unificación de criterios de aplicación de las reformas de la ley concursal operadas por el Real Decreto-Ley 11/2014 y la Ley 14/2014, p. 7.

<sup>22</sup> BOICAC Nº102/2015 Consulta 1. Sobre la correcta interpretación de los términos “pasivo”, “pasivos financieros” y “grupo” regulados en el artículo 71.bis y la Disposición adicional cuarta de la Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal, p. 8.

<sup>23</sup> MERCADAL, F., “Pasivos financieros y homologación de acuerdos de refinanciación”, *ADCo*, nº 45, 2018, versión electrónica, pp. 6-7.

sea titular una administración pública de naturaleza privada. De hecho, estos últimos pueden tener un carácter indudablemente financiero y resultar, además, esenciales para la consecución del acuerdo de refinanciación. Ejemplo de ello serían los créditos a favor del Instituto de Crédito Oficial. En lo relativo a los créditos laborales, habrán de excluirse estos de la base del cómputo con independencia de que tengan naturaleza salarial, indemnizatoria o retributiva y sean estos referidos a trabajadores con relación laboral general o laboral especial<sup>24</sup>.

Estas exclusiones se recogen también en cierta medida en la Directiva, que excluye el pasivo a corto plazo para proteger así aquellos acreedores que por distintas razones de política legislativa resultan merecedores de dicha protección, ya sea por su especial debilidad (créditos comerciales y laborales) o por encarnar al contribuyente (créditos públicos)<sup>25</sup>.

Por otra parte, se incluye en la DA4<sup>a</sup> una aclaración respecto al régimen de mayorías en el seno de préstamos sindicados. Estos suelen llevarse a cabo en contextos de financiación de proyectos y supone una unión temporal entre varios bancos que colaboran puntualmente y forman un consorcio financiero<sup>26</sup>. Esto genera una relación horizontal entre bancos muchas veces competidores donde los intereses pueden no ser homogéneos, por lo que es esencial establecer un régimen de mayorías claro para poder dirimir el sentido de su voto como conjunto. En este sentido, se entenderá que los acreedores prestamistas suscriben el acuerdo de refinanciación cuando voten a su favor los que representen, al menos, el 75% del pasivo representado por el préstamo, a menos que las normas del sindicato recojan una cifra inferior. Esto implica que el 100% del sindicato computará a efectos del cálculo de mayorías si así lo acuerda el mínimo del 75% o cifra de la normativa del sindicato<sup>27</sup>.

---

<sup>24</sup> HERNÁNDEZ, M., “Algunas...”, cit., pp. 5-6.

<sup>25</sup> THERY, A., “Los marcos...”, cit., p. 9.

<sup>26</sup> GUTIERREZ, A., “Préstamos sindicados, derivados financieros y derecho de la competencia: la resolución de la CNMC de 13 de febrero de 2018”, *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, nº 48, 2018, pp. 140-143.

<sup>27</sup> AGUILERA, R., “Nuevo marco aplicable a las operaciones de reestructuración: análisis técnico de la reforma introducida por el Real Decreto Ley 4/2014”, *Actualidad GAP*, 2014, pp. 14-15.



Por último, se hace necesario hacer referencia a dos cuestiones que pueden dar lugar a confusión en el cómputo de la mayoría, a saber, el pasivo no dispuesto y los créditos sometidos a condición suspensiva.

Respecto al primero de ellos, encontramos cómo hay muchas ocasiones en las que el pasivo del que efectivamente se ha hecho uso es inferior al total del pasivo disponible. Ejemplo de ello sería una línea de crédito de la que solo se ha dispuesto de una parte. Se plantea la duda entonces de si hay que incluir en la base del cómputo el total del pasivo o únicamente aquel utilizado. No hay una respuesta pacífica acerca de este tema, existiendo argumentos a favor del disponible y argumentos a favor del dispuesto. Los que se inclinan por el primero, como el Juzgado de lo Mercantil nº 1 de Barcelona en su auto de 22 de febrero 2013, señalan que existe disponibilidad respecto al total, con independencia de que este se haya usado o no. Los que apuestan por el segundo señalan que el derecho de crédito a favor del acreedor y la deuda equivalente para el deudor nacen según se vaya disponiendo el crédito, no existiendo un derecho por la cifra máxima<sup>28</sup>. A favor de esto se manifiesta el Juzgado de lo Mercantil nº 2 de Sevilla en su sentencia de 24 de octubre de 2016 en la que esgrime como argumento el posible fraude que podría suponer el dar influencia en la decisión de un acuerdo de refinanciación a un acreedor por una línea de crédito no dispuesta, que se podría contraer precisamente para determinar el resultado<sup>29</sup>.

En el caso de los créditos sometidos a condición suspensiva también encontramos cierta disparidad. Hay quienes sostienen que las normas del CC, en materia de obligaciones sometidas a condición suspensiva, al establecer que “En las obligaciones condicionales la adquisición de los derechos, así como la resolución o pérdida de los ya adquiridos, dependerán del acontecimiento que constituya la condición”, dan lugar a la conclusión de que el derecho no nace hasta cumplida la condición suspensiva y por ende los créditos a dicha condición sometidos no deben ser incluidos como pasivo financiero pendiente<sup>30</sup>. En otro sector se sostiene que los que mantienen el razonamiento anterior no tienen en cuenta las poderosas armas que esos acreedores pueden ejercitar en defensa de su crédito mientras subsista la contingencia. Ejemplo sería el del artículo 1212 CC que permite al

---

<sup>28</sup> HERNÁNDEZ, M., “Algunas...”, cit., pp. 6-7.

<sup>29</sup> ALONSO, A., “Los créditos contingentes en el marco de la homologación. Experiencia actual y reflexiones al hilo de la propuesta de directiva de reestructuraciones”, *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, nº 49, 2018, p. 26.

<sup>30</sup> HERNÁNDEZ, M., “Algunas...”, cit., p. 8.

acreedor sujeto a condición suspensiva el ejercicio de acciones procedentes para la conservación de su crédito antes incluso del cumplimiento de la condición. Otra posibilidad sería la del acreedor titular de un crédito condicional de solicitar el secuestro de bienes muebles recogido en los artículos 1785 a 1788 CC. Todo ello lleva a indicar que no parece razonable excluir del ámbito del endeudamiento financiero objeto de refinanciación a los créditos sujetos a condición suspensiva<sup>31</sup>.

### **2.3. ARRASTRE DE ACREEDORES.**

La gran especialidad del acuerdo de refinanciación homologado es la posibilidad que este incluye de afectar de manera extensiva a acreedores que no hayan participado en el acuerdo o lo hayan hecho de manera disidente.

La redacción vigente trae dos diferencias fundamentales que afectan tanto al sujeto como al objeto. Por el lado objetivo, se amplía el abanico de efectos a los que pueden verse arrastrados los acreedores, no limitándose ahora a las esperas e incluyendo puntos como la capitalización de deuda, las quitas, los préstamos participativos, etc. Por el lado subjetivo, y quizás esto es lo más relevante, el RD 4/2014, posteriormente convalidado en la Ley 17/2014, permite que la extensión de efectos afecte a acreedores que gozan de garantía real. La razón de ser de esta reforma era dotar de mayor efectividad a la medida, pues lo que se veía en la práctica es que, si bien en la redacción original el objetivo eran las entidades financieras, como estas solían proteger los créditos concedidos con garantía real, quedaban fuera del alcance de la DA4<sup>a</sup>, haciéndola manifiestamente ineficaz<sup>32</sup>.

Nos encontramos, por tanto, ante una figura que rompe el principio de relatividad de los contratos y que es muy similar al plan de reestructuración consensuado recogido en la Directiva. Esta lo configura, en sus artículos 9 y 10, como un acuerdo mayoritario entre acreedores y deudor en el que solo se produce un arrastre horizontal o vinculación forzosa de los acreedores minoritarios de una misma categoría o clase afectada. Para ello deben cumplirse una serie de condiciones entre las que destaca el *best interest of creditor test* o prueba del interés superior de los acreedores y que de incumplirse justifica la impugnación del plan. No obstante, pese a la clara inspiración común, la diferencia entre

---

<sup>31</sup> ALONSO, A., “Los créditos...”, cit., p. 32.

<sup>32</sup> AZNAR, E., “La homologación ...”, cit., pp. 74 y ss.

el arrastre de la DA4<sup>a</sup> y el de la Directiva radica en el alcance tanto subjetivo como objetivo del mismo. Nuestro acuerdo únicamente vincula a los acreedores de pasivos financieros. Los acreedores no financieros, aunque voluntariamente pueden acogerse al acuerdo, no serán computados a efectos de cálculo de mayorías. Además, este acuerdo no tiene consecuencias más allá de una reestructuración financiera, que deja fuera otras modificaciones de aspectos estructurales de la empresa<sup>33</sup>.

Como hemos mencionado, este acuerdo para poder ser homologado necesita el voto favorable del 51% de los acreedores de pasivos financieros. Esto consiste en una relajación de los porcentajes exigidos, que antes de la reforma de 2014 ascendían a 2/3, lo que pone de manifiesto la voluntad del legislador de facilitar este procedimiento. Pero la verdaderamente relevante es la transmisión de efectos recogida en los apartados tercero y cuarto de la DA4<sup>a</sup> si se alcanzan unas mayorías reforzadas sobre la inicial del 51% y con la novedad de no eximir esta vez a los acreedores que gozan de garantía real, produciéndose la derogación de la inmunidad del mismo frente al convenio<sup>34</sup>.

Con respecto a lo anteriormente señalado, es importante matizar que, a los efectos del cómputo del 51% deberá tenerse en cuenta el 100% de su importe, sin atender a las reglas de cálculo del valor de la garantía y la consiguiente aplicación del 90% del valor. Será, en su caso, en sede de extensión de los efectos del acuerdo de refinanciación homologado donde deberán tenerse en cuenta las reglas de cálculo del valor de la garantía<sup>35</sup>.

A efectos de comprender las mayorías exigidas, la norma diferencia entre los efectos extendidos a los acreedores en relación al crédito como tal y el porcentaje del mismo que excede del valor de la garantía que lo asegura y las mayorías en relación únicamente al valor de la garantía. A su vez, dentro de cada grupo se regula la transmisión de unos efectos u otros en función de la mayoría alcanzada tal y como vemos a continuación:

---

<sup>33</sup> GARNACHO, L., “Institutos...”, cit., p. 7.

<sup>34</sup> YÁÑEZ, J., “El acreedor real como damnificado de la insolvencia del garante”, *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, nº 38, 2014, p. 38.

<sup>35</sup> MERCADAL, F., “Pasivos financieros...”, cit., p.4.

- Acreedores disidentes o no participantes por sus créditos no garantizados o en la extensión de los mismos que exceda la garantía. Tenemos dos opciones:
  - a) Si el acuerdo ha sido suscrito por acreedores que representen al menos el 60% del pasivo financiero se extienden las esperas, ya sean de principal, de intereses o de cualquier otra cantidad adeudada con un plazo no superior a cinco años, o la conversión de deuda en préstamos participativos durante el mismo plazo.
  - b) Si el acuerdo ha sido suscrito por acreedores que representen al menos el 75% del pasivo financiero, se extienden las siguientes medidas:
    1. Las esperas con un plazo de cinco años o más, pero en ningún caso superior a diez.
    2. Las quitas.
    3. La conversión de deuda en acciones o participaciones de la sociedad deudora, pudiendo optar en este caso los acreedores por una quita equivalente.
  
- Acreedores disidentes o no participantes por la parte de su crédito que no exceda el valor de la garantía real. En este caso, y como analizaremos en mayor profundidad más adelante, las mayorías se calculan en función de la proporción del valor de las garantías aceptantes sobre el valor total de las garantías otorgadas.
  - a) Si el acuerdo lo suscribe el 65% se extienden los efectos del apartado a del párrafo anterior.
  - b) Si el acuerdo lo suscribe el 80 %, se extienden los efectos del apartado b) del párrafo anterior.

Como vemos el arrastre está limitado en primer lugar en el ámbito material, en el sentido de que los efectos que pueden imponerse son los que recoge la propia norma, como en el plano formal, mediante la imposición de mayorías. Pero existe además otra barrera protectora y es que las medidas extensivas del contenido del acuerdo podrían no surtir efecto con respecto a los acreedores no adheridos si se procede a la impugnación de la homologación ante el juez y este considera que existe un perjuicio desproporcionado. Aunque este concepto será tratado de forma específica, ha de entenderse el mismo como el respeto a la cuota de liquidación, de manera que el acuerdo de refinanciación deberá ser siempre más beneficioso, para aquellos acreedores no aceptantes, que una liquidación

concurzal del patrimonio empresarial. Si se produce esto, no se podrán aplicar extensivamente las medidas negociadas por el resto de acreedores aceptantes<sup>36</sup>.

Hemos de recordar el hecho de que la homologación judicial del acuerdo de refinanciación, pese a la participación del juez de lo mercantil, es un mecanismo privado de reestructuración de deudas. Es la propia empresa en dificultades la que pretende alcanzar un acuerdo con sus acreedores que permita reestructurar el pasivo y permitir la supervivencia de la empresa antes de llegar al concurso. Se identifica este negocio jurídico, por tanto, como un acto de jurisdicción voluntaria, pues la actuación del juez de lo mercantil es meramente facultativa. Este no tiene que resolver ninguna controversia, limitándose a proceder a la aprobación de un acuerdo ya negociado y, en su caso, al control *ex post* en caso de impugnación del citado acuerdo<sup>37</sup>. Este control judicial, no obstante, tiene una relevancia importante a la hora de posibilitar el arrastre, pues se erige como garantía o contrapeso en una situación en la que, como hemos mencionado a lo largo de este trabajo, se perpetra una excepción al principio de relatividad de los contratos y se impone, en cierta medida, una reestructuración forzosa de la sociedad que puede estar justificada o no, pero que, en cualquier caso, lo es.

### 2.3.1.- Acreedores con Garantía Real.

En relación a los efectos de arrastre, es conveniente hacer una mención expresa a los acreedores dotados de garantía real, tanto por la novedad de la medida como por las implicaciones de la misma en distintos aspectos jurídicos.

La condición de acreedor privilegiado especial atribuye al acreedor un haz de facultades en el proceso concursal tanto de naturaleza procesal ejecutiva como de naturaleza sustantiva. Estas últimas implican que el crédito habría de satisfacerse con el monto obtenido de la realización del bien gravado. Así, la constitución de garantías reales para asegurar la efectividad de un derecho de crédito confiere a su titular un refuerzo de su posición por dos vías: la de permitirle promover el procedimiento de realización del valor

---

<sup>36</sup> GARNACHO, L., “Institutos...”, cit., p. 8.

<sup>37</sup> GARNACHO, L., “Institutos...”, cit., p. 6.

previsto por la ley (*ius distrahendi*) en caso de insatisfacción de su crédito y la de otorgarle el privilegio concursal<sup>38</sup>.

En relación a los efectos de arrastre, es conveniente hacer una mención expresa a los acreedores dotados de garantía real, tanto por la novedad de la medida como por las implicaciones de la misma en distintos aspectos jurídicos.

La garantía real ocupa un lugar preponderante dentro del conjunto de mecanismos de protección del crédito. Esto es así por ser su principal característica el hecho de que otorgue a su titular la facultad de enajenar la cosa afectada a través de los cauces que la ley establezca con el fin de realizar su valor e imputar este a la satisfacción del crédito, todo ello con preferencia o prioridad de cualesquiera otros derechos o intereses y con independencia de cualquiera que sea el titular o titulares del bien o derecho gravado al tiempo de la ejecución.

Pese a las críticas que recibió el legislador, parece que esta excepción de acreedores en posesión de garantía real era necesaria. Esto es así porque no tenía sentido, y era muy controvertido, que a través de una homologación judicial que tenía importantes limitaciones del principio de contradicción y participación se forzase a un acreedor financiero que gozaba de garantía real a aceptar una espera que no se le imponía siquiera en el procedimiento concursal, que sí era respetuoso con el principio de contradicción. Por otra parte, se argumentó que la medida podía afectar a un mercado hartamente sensible como era el hipotecario, más si se tenía en cuenta la época de crisis en la que se podía desarrollar<sup>39</sup>.

Con respecto al tipo de garantía real incluida en el grupo de afectadas, encontramos no únicamente las inmobiliarias, sino que se alude a un concepto amplio que incluye cualquier derecho real de garantía como anticresis, prenda, ya sea esta ordinaria o sin desplazamiento, la hipoteca o subhipoteca en sus categorías de inmobiliaria, mobiliaria o naval, o las cédulas, bonos o participaciones hipotecarias. Se incluyen también cualquier

---

<sup>38</sup> Véase con carácter general, VEIGA, A., Los privilegios concursales, Ed. Comares, 2006, *in totum*; FUENTES, R., “El doble recorte de las garantías reales en el concurso de acreedores. Comentario a las sentencias del Tribunal Supremo de 20 de febrero y 11 de abril de 2019”, *El Derecho, Boletín de Mercantil*, nº 77, 2019, p. 2.

<sup>39</sup> AZNAR, E., “La homologación ...”, *cit.*, pp. 74 y ss.

negocio que confiera a una persona, sobre un bien o derecho, alguna facultad de ejecución separada y preferente, además de aquellos negocios fiduciarios que ejercen como garantía real<sup>40</sup>.

#### 2.3.1.1. Valor de la Garantía.

La garantía real, con independencia de su carácter mobiliario o inmobiliario, incrementa la calidad del crédito y le atribuye el derecho subjetivo –la preferencia negocial-, a la *par conditio creditorum*, discriminando y rompiendo así la regla de igualdad de distribución de las pérdidas<sup>41</sup>.

Como hemos mencionado, el crédito de un acreedor financiero no estará exento de transmisión de efectos por el simple hecho de estar garantizado. Esto se da además con independencia de que la garantía cubra total o parcialmente la deuda sobre la que recae, pues lo importante será el concepto de valor de la garantía introducido por la propia norma<sup>42</sup>. Este concepto, que se introduce por vez primera a efectos de esta DA4<sup>3</sup>, y que por tanto se piensa para los acuerdos de refinanciación, se ha contagiado a las garantías reales cuando ya se ha declarado el concurso y, en particular, a la confección del listado de acreedores establecida por el artículo 94.5 de la LC<sup>43</sup>.

La inclusión del concepto del valor de la garantía a efectos de determinación de las mayorías viene justificada por el legislador en la exposición de motivos de la Ley 17/2014<sup>44</sup>:

*“... no todos los acreedores con garantía real son de la misma condición. A veces tal circunstancia es un puro nominalismo, puesto que la garantía de la que se dispone es de un rango posterior a otras preferentes o puede recaer sobre un activo de muy escaso valor que cubre una pequeña parte de la deuda, o pueden producirse ambas situaciones simultáneamente. Lo relevante en consecuencia no es tanto realizar una distinción subjetiva, sino una distinción objetiva entre la parte de deuda que está cubierta por el valor real de la garantía y aquélla que no lo está, anticipando en cierta medida lo que podría ocurrir en caso de liquidación concursal [...]. A partir de ahí el tratamiento de la*

---

<sup>40</sup> AZNAR, E., “La homologación ...”, cit., pp. 74 y ss.

<sup>41</sup> VEIGA, A., “Garantías, privilegios...”, cit., p.8.

<sup>42</sup> AZNAR, E., “La homologación ...”, cit., pp. 74 y ss.

<sup>43</sup> VEIGA, A., “Garantías...”, cit., pp. 4-6.

<sup>44</sup> DE CARDENAS, C., “La propuesta...”, cit., p. 5.

*parte de créditos no cubiertos por la garantía es el mismo que se atribuye a los acreedores sin garantía real”.*

El valor de la garantía es, por tanto, impuesto *ex lege* por el apartado segundo de la DA4<sup>a</sup>. Este lo cifra en el resultado de deducir de los nueve décimos del valor razonable del bien o derecho sobre el que se constituya la garantía, las deudas pendientes que gocen de garantía preferente sobre el mismo bien. Matiza que este valor de la garantía no podrá superar el valor del crédito garantizado, ni ser inferior a cero (DA4<sup>a</sup>, apartado segundo).

Con esto se evita por un lado que aquellos acreedores que no tienen interés económico en el deudor, entendido este como una expectativa real de cobro, ejerzan derechos de veto respecto del acuerdo, retrasen su puesta en marcha o incluso lleguen a terminar forzando la apertura de la insolvencia. Además, se permite que los acreedores que sí tienen un interés económico o se hallan en términos de la Directiva, “*in the money*”, puedan llegar a soluciones e imponerlas a los acreedores sin interés económico.

El descuento del diez por ciento que se hace sobre el valor lo justifica el legislador en los gastos, tanto de gestión como de dilación, aparejados al procedimiento de ejecución de la garantía. De nuevo, el legislador parece pecar de falta de meditación, pues habrá casos de ejecuciones de garantías muy líquidas, como una prenda de dinero o prendas financieras, que tengan gastos inferiores a este 10%, y otras ejecuciones de garantías poco líquidas, como instalaciones industriales, que pueden ser muy superiores. Quizás habría sido más razonable dar una definición flexible del valor razonable que modulase en cada caso el impacto de estos gastos, pues si bien en bienes o derechos de escaso valor pueden tener importancia relativa, en sectores como el industrial puede alcanzar cuantías nada despreciables<sup>45</sup>.

### *2.3.1.2. Especial Mención a las Garantías Financieras.*

Las garantías financieras son una modalidad de garantías reales que se realizan sobre instrumentos financieros y que garantizan unidireccionalmente el cumplimiento de

---

<sup>45</sup> AZOFRA, F., *La homologación...*, cit., p.19.



obligaciones financieras<sup>46</sup>. La normativa acerca de las mismas ha estado en muchas ocasiones sujeta a oscurantismo y falta de claridad, lo que hace que no sorprenda que generasen duda en el ámbito del arrastre de acreedores garantizados.

El Real Decreto-Ley 5/2005, de 11 de marzo, de reformas urgentes para el impulso a la productividad y para la mejora de la contratación pública (en adelante, “RD-L 5/2005”) introdujo un régimen de protección para titulares de garantías financieras que se encontrasen incurso en un procedimiento concursal. En este sentido, el acreedor puede proceder a la ejecución de las garantías incluso aunque se hayan suspendido las ejecuciones judiciales o extrajudiciales de los bienes a los que se refiere el art. 5 bis LC o las ejecuciones singulares de todo tipo de bienes o derechos promovidas por acreedores financieros si se acredita que al menos el 51% de los pasivos financieros han aceptado el inicio de las negociaciones encaminadas a la suscripción de un acuerdo de refinanciación y se han comprometido a no iniciar o continuar las ejecuciones en tanto se negocia. Tampoco impide la ejecución la suspensión recogida en el artículo 56 LC y aquellas garantías financieras constituidas antes de la declaración de concurso solo podrán ser impugnadas o rescindidas por la administración concursal mediante prueba de fraude de acreedores<sup>47</sup>.

Toda esta normativa planteó dudas sobre la aplicación de la homologación a aquellos acreedores con garantías financieras a la vista de la inmunidad que a los mismos otorgaba el RD-L 5/2005<sup>48</sup>. En un principio, las conclusiones de los magistrados de lo mercantil de Madrid dieron una respuesta negativa, resaltando su inmunidad.

En este sentido, concluyeron que el pasivo con garantía financiera computaba en el volumen total del pasivo financiero y, además, los titulares de las garantías financieras que se adhieran también serán tenidos en cuenta respectivamente a los efectos de las mayorías de pasivo financiero total y con garantía que en la DA4<sup>a</sup> se exigen. No obstante, los titulares de pasivos con garantías financiera no podrán verse afectados contra su voluntad por lo pactado en los acuerdos de refinanciación homologados judicialmente<sup>49</sup>.

---

<sup>46</sup> VEIGA, A., “Prendas y fiducias financieras o cómo sustraerse a la vis concursal”, *Actualidad Civil Jurisprudencia*, 2008, nº 7, p. 3.

<sup>47</sup> AZOFRA, F., *La homologación...*, cit., p.162.

<sup>48</sup> Nota Informativa Pérez-Llorca, “Las garantías financieras y la homologación judicial. Conclusiones de los jueces de lo mercantil de Madrid”, marzo 2015.

<sup>49</sup> Conclusiones de la Reunión de Magistrados de lo Mercantil de Madrid en fechas 7 y 21 de noviembre de 2014 sobre unificación de criterios de aplicación de las reformas de la ley concursal operadas por el Real Decreto-Ley 11/2014 y la Ley 14/2014, p. 7.

No obstante, tras esta respuesta, el auto de homologación de la sociedad Sacyr Vallehermoso Participaciones Mobiliarias, S.L.U., dictado por el juzgado Mercantil de Madrid nº 7, propiciaba cambio de criterio en el que se concluyó que el blindaje concursal de los acreedores con garantías financieras se limita únicamente al régimen de ejecución y rescisión, no pudiendo entenderse en ningún caso que estén excluidos o protegidos de la homologación judicial. En efecto, la citada protección no hace inmune al acreedor con garantías financieras a los efectos que sobre el crédito produzca el convenio si vota a favor o, si siendo disidente, se alcanzan las mayorías de arrastre precisas.

En conclusión, se puede decir que, pese al blindaje que las garantías financieras ofrecen bajo el paraguas holístico y habilitante del RD-L 5/2005, en el caso de la homologación de acuerdos de refinanciación los acreedores de las mismas se verán arrastrados a su cumplimiento<sup>50</sup>.

#### **2.4. MECANISMOS DE PROTECCIÓN. EL SACRIFICIO DESPROPORCIONADO.**

El apartado 7 de la DA4ª establece que *“los acreedores de pasivos financieros afectados por la homologación judicial que no hubieran suscrito el acuerdo de homologación, o que hubiesen mostrado su disconformidad al mismo podrán impugnarla. Los motivos de la impugnación se limitarán exclusivamente a la concurrencia de los porcentajes exigidos en esta disposición (DA4ª) y a la valoración del carácter desproporcionado del sacrificio exigido.”*

A este respecto, la Sentencia del Juzgado de lo Mercantil nº2 de Sevilla, de 25 de septiembre de 2017, sobre el caso Abengoa, señala que el análisis del sacrificio desproporcionado debe basarse en la comprobación de si el mismo es *“necesario y equitativo”*.

El carácter necesario se entiende en un doble sentido: necesario para la continuidad de la empresa, pues si esta no fuese viable carecería de sentido exigir el mismo, y necesario para el cumplimiento del plan de viabilidad, pues carecería de sentido limitar derechos de los acreedores más allá de lo necesario para permitir esta viabilidad.

---

<sup>50</sup> VEIGA, A., “Garantías...”, cit., p. 13.

La equidad se entiende, igualmente, en un doble sentido: respecto del acreedor afectado, de tal modo que no habrá equidad si el sacrificio limita los derechos más allá de lo que lo habría hecho la liquidación del deudor, y respecto del resto de acreedores. En este último punto, se señalan tres supuestos en los que no habría equidad. En primer lugar, que se exija el mismo sacrificio a acreedores que no se encuentran en supuestos equivalentes. En segundo lugar, que se exija mayor sacrificio a un acreedor respecto de otro que se encuentra en igual situación. Por último, que el mayor sacrificio impuesto a acreedores que no se hallan en la misma condición no tenga relación con dicha diferencia<sup>51</sup>. Por tanto, lo necesario es que no se imponga un dividendo concursal o cuota de reestructuración, inferior a la cuota de liquidación en caso de venta de activos, pues ningún acreedor está obligado a sacrificarse más allá de su cuota hipotética de liquidación para sostener la continuidad de una empresa insolvente.

Por último, resaltar que, en el caso de los acreedores garantizados, para enjuiciar si se produce el sacrificio desproporcionado, se deberá estar al valor de la garantía<sup>52</sup> al que ya hemos hecho alusión.

### **3. REESTRUCTURACIÓN EN LA DIRECTIVA 2019/1023.**

Hasta ahora hemos analizado la reestructuración de la empresa desde la normativa española. Esta, como hemos mencionado, ha evolucionado influenciada en gran medida por el impulso armonizador de Europa. La *ratio legis* de la normativa es ofrecer a los deudores en dificultades financieras un marco legal que les permita reestructurar su pasivo en una fase previa al concurso<sup>53</sup>, de manera que se consiga evitar que sociedades europeas económicamente viables terminen siendo liquidadas en un procedimiento de insolvencia como consecuencia de la inexistencia de un instrumento legal de reestructuración temprana eficiente. Por otro lado, la falta de armonización en materia de reestructuraciones e insolvencias supone un acusado obstáculo para dos políticas que la

---

<sup>51</sup> NAVARRO, M., “Sobre el pasivo financiero y el sacrificio desproporcionado (Comentario a la SJM núm. 2 de Sevilla de 25 de septiembre de 2017, «ABENGOA»)”, *ADCo*, nº 43, 2018, p. 11.

<sup>52</sup> CARRASCO, A., “Ejecución de garantías reales, impugnación de refinanciaciones y valor de la garantía en la Reforma Concursal del Real Decreto Ley 4/2014.”, *ADC*, nº 32, 2014, p.5.

<sup>53</sup> GARCIMARTÍN, F., “La Propuesta de Directiva europea sobre reestructuraciones y segunda oportunidad: el arrastre de acreedores disidentes y la llamada «regla de prioridad absoluta»”, *ADCo*, 2018, nº 43, versión electrónica, p. 1.

UE considera prioritarias. En primer lugar, la Unión de Mercados de Capitales, que pretende extender en la UE una solución financiadora que dependa menos de la banca y en la que se dé mayor preponderancia a los mercados de capitales, siguiendo el estilo norteamericano que se caracteriza por ser más “*market based*”. En segundo lugar, la Unión Bancaria, que tiene por objeto mitigar los efectos que los préstamos no productivos o “*non-performing loans*” producen en los balances de los bancos y por ende en la concesión de crédito<sup>54</sup>. Por último, la armonización pretende hacer frente a la generación de costes derivada de la coexistencia de marcos de insolvencia diferentes en los distintos Estados miembros. Se pueden dar casos en que algunos acreedores de empresas transfronterizas, en especial pymes, terminen decantándose por declinar las reclamaciones transfronterizas sencillamente porque es demasiado costoso tramitarlas, como ocurre por ejemplo cuando se hace necesaria asistencia jurídica local. Esto ocurriendo en un mercado donde la tendencia es avanzar a transacciones cada vez con mayor presencia transfronteriza hace necesaria la citada armonización<sup>55</sup>.

### **3.1. CONTENIDO DE LOS MARCOS DE REESTRUCTURACIÓN PREVENTIVA.**

El contenido al que haremos referencia en este apartado es el de los marcos de reestructuración preventiva, que la Directiva define como aquellos que establecen los elementos básicos comunes con el fin de otorgar a los deudores con dificultades financieras, ya sean personas físicas o jurídicas, un acceso efectivo a los procedimientos que facilitan una negociación temprana de los planes de reestructuración, la aprobación por los acreedores y la posible confirmación por un órgano jurisdiccional o una autoridad administrativa.

A este respecto, un marco de reestructuración preventiva que pretende ser eficaz debe contener un mínimo de tres elementos que se ven en la Directiva. En primer lugar, una moratoria que puede concretarse en suspensión de ejecuciones singulares o suspensión de la tramitación del concurso, y cuyo objeto es facilitar el desarrollo de las negociaciones

---

<sup>54</sup> THERY, A., “Los marcos de reestructuración...”, cit., p. 3.

<sup>55</sup> Exposición de motivos Directiva Del Parlamento Europeo Y Del Consejo sobre marcos de reestructuración preventiva, segunda oportunidad y medidas para aumentar la eficacia de los procedimientos de condonación, insolvencia y reestructuración, y por la que se modifica la Directiva 2012/30/UE.

necesarias para alcanzar un acuerdo. En segundo lugar, un régimen de mayorías que excluya la unanimidad, de manera que se eviten conductas oportunistas o estratégicas de parte de acreedores minoritarios. Por último, una protección de la financiación nueva que se vincule al acuerdo de reestructuración<sup>56</sup>.

El artículo 1 de la Directiva, que regula su objeto y ámbito de aplicación, señala, en su apartado primero, que los marcos de reestructuración preventiva serán de aplicación para aquellos deudores en dificultades financieras en los casos en que la insolvencia sea inminente, con el objeto, precisamente, de impedir la insolvencia y garantizar la viabilidad del deudor. A este respecto, y en relación a las razones que llevan a escoger la insolvencia inminente como presupuesto de la aplicación del marco, el considerando 24 de la Directiva señala que *“A fin de evitar una utilización abusiva de los marcos de reestructuración, las dificultades financieras del mismo deben indicar la insolvencia inminente y el plan de reestructuración debe poder impedir la insolvencia del deudor y garantizar la viabilidad”*. La insolvencia inminente no era el presupuesto recogido por la Propuesta de Directiva, que hablaba de “riesgo de insolvencia”. Esta parece ser una decisión acertada en tanto que el estado de riesgo de insolvencia tiene contornos poco definidos y podría dar lugar a complicaciones interpretativas en lo relativo al presupuesto de aplicación de los marcos. El hecho de hablar de marcos de reestructuración preventiva directamente nos puede centrar en el ámbito del pre-concurso, que en el ámbito de la directiva tiene como objeto facilitar las negociaciones entre el deudor y sus acreedores para alcanzar un acuerdo de refinanciación que evite el concurso<sup>57</sup>. En conclusión, más que un instrumento del pre-concurso, se podría calificar el acuerdo de reestructuración recogido en la Directiva como un instrumento híbrido de reestructuración, esto es, a caballo entre las herramientas consensuales y las puramente concursales<sup>58</sup>.

Es importante resaltar que la normativa española llevó a cabo un esfuerzo de adaptación a este impulso armonizador ya desde la Recomendación de 2014, que se vio plasmado por ejemplo en la homologación de acuerdos de refinanciación de la DA4<sup>a</sup> a la que nos hemos referido con anterioridad. De hecho, el Reglamento, que regula la materia de insolvencia en cuestiones de competencias judicial, ley aplicable, reconocimiento y

---

<sup>56</sup> GARCIMARTÍN, F., “La Propuesta de Directiva...”, cit., p. 4.

<sup>57</sup> DE CARDENAS, C., “La propuesta...”, cit., p.2.

<sup>58</sup> THERY, A., “Los marcos de reestructuración...”, cit., p. 7.

coordinación de procedimientos incluía un Anexo A en el que cada Estado miembro debía incluir aquellos instrumentos híbridos que más tarde adaptarían a la Recomendación y Directiva de insolvencias y en el que España ya notificó tanto la DA4<sup>a</sup> como la comunicación del art. 5 bis. Por tanto, pretender que la DA4<sup>a</sup> es una cosa distinta de la Directiva sería ignorar la realidad, pues comparte objetivos, naturaleza y medidas con los marcos de reestructuración que esta prevé<sup>59</sup>. Esto, no obstante, hay que matizarlo en el sentido de que, pese a que existe cierta correspondencia entre ambas normas, el contenido de los marcos de reestructuración es más amplio que el de la DA4<sup>a</sup>, pues incluye extremos como pueden ser procesos de aumento de capital que esta no contempla.

### **3.2. MODELO DE LA DIRECTIVA.**

En el procedimiento armonizador, la UE se ha enfrentado a la existencia de dos modelos difíciles de conciliar. Por un lado, se encuentra el modelo inglés, en el que la reestructuración es solo posible en el marco de la pre-insolvencia, tiene naturaleza liquidativa y el deudor no se mantiene al frente del negocio. Por otro lado, se halla el modelo norteamericano, en el que la pre-insolvencia tiene importancia relativa y dentro del que su procedimiento de insolvencia, además de la liquidación, se da cabida a la reestructuración<sup>60</sup>. Este dilema que, si bien en la actualidad carece de relevancia dada la salida de Reino Unido de la Unión, fue causa de que el proceso armonizador estuviese marcado por la dificultad de aunar dos modelos, llevando, en consecuencia, a los textos a regular la materia desde una perspectiva de mínimos.

Finalmente hemos visto que la Directiva tiene, en lo relativo al aspecto formal del plan de reestructuración, inspiración tanto británica en el “*Scheme of arrangement*”, como francesa con el “*procédure de sauvegarde*”

El *Scheme of Arrangement* implica un compromiso entre una compañía y sus acreedores que puede versar sobre distintos extremos, siendo uno de ellos el relativo a la insolvencia y reestructuración de la compañía. Las similitudes del mismo con la Directiva incluyen la posibilidad de limitar el alcance del plan a solo una categoría de financiadores, la disponibilidad del plan fuera de un procedimiento puramente concursal y el requisito del

---

<sup>59</sup> THERY, A., “Los marcos de reestructuración...”, cit., p. 4.

<sup>60</sup> THERY, A., “Reestructuraciones ...” cit., pp. 2-4.

consentimiento del deudor para llevarlo a cabo<sup>61</sup>. En lo relativo al ámbito material, es cierto que hay elementos recogidos en el *Scheme of Arrangement*, pero decir que la inspiración de la Directiva es británica sería negar la realidad. Ejemplo de ello es el hecho de que la Directiva señale la posibilidad de imponer arrastre entre clases, cosa que no se contempla en el *Scheme of Arrangement*, donde, si bien es posible la imposición a la minoría disidente dentro de una clase, no es posible hacerlo a una clase completa<sup>62</sup>.

En lo relativo al fondo, encontramos inspiración norteamericana con el *Chapter 11*, referido a la reorganización o “*reorganization*”. Esto se plasma en el hecho de que una vez adoptado y confirmado u homologado el plan de reestructuración, los acreedores discrepantes quedarán vinculados por él. Esto, además, ocurrirá con independencia de que el plan sea consensual, es decir, que cuente con la aprobación de todas las clases de acreedores afectadas, o no consensual, esto es, que se adopte aún sin el apoyo de todas las clases por el mismo afectadas o, en otras palabras, que se produzca un arrastre entre clases o *cross-class cram-down*<sup>63</sup>. En efecto este modelo gira en torno a dos ejes que son, por un lado, la reestructuración frente a la liquidación y, por otro, los mecanismos de *fresh start* o segunda oportunidad que facilitan que un empresario honesto quede exonerado del pasivo insatisfecho en el marco de un procedimiento concursal<sup>64</sup>. En relación a este último, vemos cómo en la norma española, el régimen de segunda oportunidad estaba pensado para la insolvencia de persona física. En efecto, la extinción de la persona jurídica que recoge el art. 178.3 de la LC en los casos de que el concurso termine por liquidación implica que el pasivo remanente deje de ser exigible en tanto el deudor deja de existir como sujeto de derecho tras la disolución y cancelación de la inscripción registral.

En relación con las personas físicas, el Real Decreto Ley 1/2015, de mecanismo de segunda oportunidad, reducción de carga financiera y otras medidas de orden social, modificó el art. 178 bis LC y supuso un paso importante en el desarrollo de la segunda oportunidad y tratamiento de la insolvencia de la persona física que sentaba las bases para

---

<sup>61</sup> TOLLENAAR, N., “The European Commission’s proposal for a Directive on preventing restructuring proceedings”, *Insolvency Intelligence*, Vol. 30, nº 5, 2017, p. 66.

<sup>62</sup> PAYNE, J., “Schemes of arrangement and reestructuración de deuda en el Derecho inglés”, *RDCP*, nº 22, 2015, versión electrónica, p.5.

<sup>63</sup> DÍAZ, A., “Socios...”, cit., p. 6.

<sup>64</sup> PULGAR, J., “Reestructuración...”, cit., pp. 1-2.

facilitar su recuperación<sup>65</sup>. Más allá de la persona física, el ordenamiento americano sí contempla el *fresh start* para personas jurídicas, lo que permite evitar disoluciones innecesarias y en consecuencia la destrucción de los puestos de trabajo aparejados. Como vemos esta tendencia ha sido seguida por la UE que ya desde la Recomendación incluía mecanismos de segunda oportunidad<sup>66</sup>.

En lo relativo al contenido al que hacemos referencia, los marcos de reestructuración preventiva, vemos cómo la Directiva parte de una reestructuración pre-concursal. El hecho de que se decida actuar indica, de nuevo, la predilección del legislador europeo por modelo del norteamericano. Este ofrece dos posibilidades al deudor que se encuentra en bancarrota o “*bankruptcy*”: el *Chapter 7*, a través del cual la sociedad va a un procedimiento de liquidación, y el *Chapter 11*, que pasa por una reorganización<sup>67</sup>. Este último asume que las sociedades que al mismo se someten se encuentran en una situación de estrés financiero y presentan tres características. En primer lugar, todas ellas tienen un valor alto como empresa en funcionamiento. En segundo lugar, los acreedores no son capaces de, a través de los mecanismos de impugnación o negociación habituales, satisfacer su crédito. Por último, el negocio no puede ser vendido al mercado con carácter inmediato por su valor como empresa en funcionamiento<sup>68</sup>. Estas características son similares a las que ha utilizado la Directiva como requisitos justificantes de la reestructuración pre-concursal y que deben darse de manera cumulativa: insolvencia, viabilidad económica de la empresa e inutilidad de la solución contractual o la venta de la sociedad en funcionamiento para resolver el problema<sup>69</sup>.

En conclusión, lo que vemos es un claro espíritu de conservación de la empresa en el que se busca virar desde un modelo liquidativo a un modelo más basado en la reestructuración, y es que, como recoge el considerando 4 de la Directiva, la recuperación de empresas económicamente viables “además de aportar otros beneficios a la economía,

---

<sup>65</sup> MARTÍNEZ, M., “El fresh start y la segunda oportunidad”, *Actualidad Jurídica Aranzadi*, n° 902, 2015, versión electrónica, pp.1-2.

<sup>66</sup> CUENA, M., “Ley de emprendedores y exoneración de deudas o fresh start”, *ADCo*, n° 31, 2014, versión electrónica, pp. 1-2.

<sup>67</sup> POSNER, E., KORDANA, K. “A positive Theory of Chapter 11”, *New York University Law Review*, n° 74, 1999, p. 171.

<sup>68</sup> BAIRD, D., RASMUSSEN, R., “Chapter 11 at Twilight”, *Standford Law Review*, n° 56, 2003, p. 101.

<sup>69</sup> GARCIMARTÍN, F., “La Propuesta de Directiva...”, cit., p. 1.



a menudo contribuye a mantener los puestos de trabajo o a reducir las pérdidas de puestos de trabajo”.

### 3.3. FORMACIÓN DE CLASES.

Señala la Directiva en su considerando 44 que para que unos derechos que son sustancialmente similares reciban el mismo trato y los planes de reestructuración puedan adoptarse sin perjudicar injustamente los derechos de las partes afectadas, estas deben ser tratadas en categorías separadas. Con esto, la Directiva hace referencia a un tema crucial que es la formación de clases, pues la propia arquitectura del plan de reestructuración descansa sobre la misma. De hecho, no se podrá delimitar en puridad el pasivo afectado si no se ha estratificado con anterioridad el pasivo en clases por su orden de prelación<sup>70</sup>. De nuevo la Directiva sigue el modelo *del Chapter 11* que contempla un plan que divide a los acreedores en distintas clases en función de la similitud de sus pretensiones y que debe asegurar que todos los integrantes de una misma clase tienen los mismos derechos. El voto se organiza por mayorías dentro de cada clase, confirmándose el plan por el órgano judicial si todas las clases votan a favor y llegando a extenderse los efectos a las clases disidentes si se cumplen una serie de requisitos que veremos más adelante<sup>71</sup>.

Por su parte, la Propuesta de Directiva incluía en su artículo 2 una definición expresa de formación de clase, aunque esto en la versión final de la Directiva se ha eliminado. Esa definición rezaba que *“la agrupación de los acreedores y los socios afectados por un plan de reestructuración de tal manera que reflejen los derechos y el rango de los créditos y participaciones afectados, teniendo en cuenta los posibles derechos contractuales preexistentes, derechos reales o acuerdos entre acreedores, así como su tratamiento bajo el plan de reestructuración”*.

Tener una definición clara es importante porque la relevancia conceptual de la formación de clases reside en la concepción que tiene la Directiva del plan de refinanciación como un acuerdo no entre acreedores sino entre clases, siendo estas al mismo lo que las partes al contrato civil. En consecuencia, es esencial poder identificarlas de manera correcta y cerciorarse de que cada una tiene una sustantividad propia. La importancia de que las

---

<sup>70</sup> THERY, A., “Los marcos de reestructuración...”, cit., p.13.

<sup>71</sup> POSNER, E., KORDANA, K. “A positive...”, cit., p.162.

clases se formen de manera homogénea se da tanto en caso de planes consensuales como en no consensuales. En los primeros, para que la mayoría de los votos puedan ofrecer la representatividad de cada clase en su conjunto, y en los segundos porque la regla de prioridad absoluta, que analizaremos con detalle más adelante, obliga a distribuir el valor de reestructuración según el orden de prelación entre clases<sup>72</sup>. Se consigue de este modo agrupar intereses homogéneos y diferenciar en función de lo que cada acreedor tenga en juego<sup>73</sup>. En relación a esto hay que tener en cuenta que el rango de los acreedores no se entiende en consideración de categorías legales preestablecidas, sino que tiene en cuenta los pactos concretos en virtud de los cuales los acreedores hubieran ordenado de antemano su rango de prelación en el seno de la estructura de capital. Esto hace referencia a los pactos de subordinación relativa que tienen un papel primordial entre acreedores financieros y que se utilizan para ordenar el nivel concreto de la estructura de capital donde cada acreedor decide insertarse y que atribuye una rentabilidad a su inversión en función inversamente proporcional al riesgo asignado al nivel elegido.

Por otro lado, la formación de clases debe tener en cuenta el tratamiento que se dispensa a cada acreedor en el seno del plan de reestructuración y que varía en función de que este sea o no consensual. En el primer caso, un tratamiento diferenciado puede derivar en que dos grupos de acreedores con los mismos derechos sean parte de dos clases diferentes, y será necesaria para la adopción del plan la confirmación de cada una de esas clases. En el caso del plan no consensual, cuando clases del mismo rango reciban tratamientos diferentes bajo el plan, el criterio que llevó a formarlas debe respetar el principio de prohibición del perjuicio injusto o “*no unfair prejudice*”, también recogido en el *Chapter 11* norteamericano y que busca que los tratamientos diferenciados para acreedores de igual rango no incurran en discriminación<sup>74</sup>.

En el caso nacional, la norma concursal en cierta medida lleva a cabo una clasificación de acreedores en el procedimiento de formación de la masa pasiva. En este sentido, el art. 94, que regula la estructura y contenido de la lista de acreedores, en su apartado 2 lleva a cabo una clasificación en clases de acreedores que tengan privilegio especial o general. La clasificación de acreedores que lleva a cabo los divide entre laborales, dentro de los

---

<sup>72</sup> THERY, A., “Los marcos de reestructuración...”, cit., p.14.

<sup>73</sup> RIESENFELD, S.A., “Classification of claims and interests in Chapter 11 and 13 cases”, *Calif L*, nº 75, 1987, pp. 391 y ss. [non vidi, citado por GARCIMARTÍN, F., “La Propuesta de Directiva...”, cit., p. 8].

<sup>74</sup> THERY, A., “Los marcos de reestructuración...”, cit., p.14.

cuales excluye al personal de alta dirección; públicos, entendiendo por tales los acreedores de derecho público; financieros, con independencia de que estén sometidos a supervisión y una categoría de cierre en la que se incluye al resto de acreedores no incluidos y a aquellos que lo son por operaciones comerciales.

### 3.3.1. Clase Integrada por Socios.

El *Chapter 11* recoge una regulación del voto muy diferente a la que se lleva a cabo fuera de una situación de concurso. En efecto, mientras que los socios disfrutaban del monopolio de la capacidad de decisión antes de la solicitud del régimen del *Chapter 11*, una vez que se registra esta petición la norma establece sufragio universal en lo relativo al voto del plan de reorganización. En el caso de los socios, además, en la mayoría de los casos estos han perdido el valor residual que les correspondería en liquidación, pues el *Chapter 11* está pensado para deudores insolventes, por mucho que este no exija prueba de dicha situación de insolvencia. En el caso de socios de una sociedad insolvente, los objetivos de los mismos están alineados con los del resto de acreedores, pues son muy conscientes de que en caso de una liquidación no recibirían nada. Esto les coloca en una posición en la que pueden usar su poder de decisión en contra de los intereses de la colectividad de acreedores, por lo que esta capacidad debe ser limitada o incluso eliminada<sup>75</sup>. Para ello, los socios se integran en una clase que puede ser objeto de arrastre y que por tanto integra el conjunto de intereses concurrentes en la reestructuración. Esta posibilidad, que no existe en la DA4ª de la norma española, se introduce con la Directiva que como ya hemos mencionado bebe del *Chapter 11* del *US Bankruptcy Code*. Y decimos posibilidad porque la Directiva no exige el *cram-down* de los accionistas, sino que lo deja en manos de los Estados miembros. No obstante, estos deberán, en caso de abstenerse de imponer su agrupación como clase, introducir mecanismos que eviten que los accionistas frustren un acuerdo de reestructuración eficiente, aunque aquello no se haga por la vía del arrastre<sup>76</sup>.

El considerando 96 de la Directiva recoge que “la eficacia del proceso (...) no debe verse comprometida por el Derecho de sociedades”. A este respecto, la regulación española dio un primer paso con la introducción del art. 165.2 de la LC, que incluye una presunción *iuris tantum* de concurso culpable en caso de que los socios o administradores se hubiesen

---

<sup>75</sup> SKEEL, D., “The nature and effect of corporate voting in Chapter 11 reorganization cases”, *Faculty Scholarship at Penn Law*, nº 1385, 1992, pp. 476-478.

<sup>76</sup> GARCIMARTÍN, F., “La Propuesta de Directiva...”, cit., p. 8.

negado sin causa razonable a la capitalización de créditos o emisión de valores o instrumentos convertibles y ello hubiera frustrado la consecución de un acuerdo de refinanciación vía art. 71 bis o DA4<sup>a</sup> o un acuerdo extrajudicial de pagos.

Lo cierto es que la conveniencia de afectar a los mismos es alta, pues en una operación que trata de reorganizar la estructura de capital y no se puede dejar fuera a ninguno de sus integrantes, y menos aún aquel que ostenta los derechos de control sobre la sociedad y la llave política para la modificación de su estructura de capital. En efecto, el derecho de veto de los socios puede llegar a dinamitar una reestructuración si esta implica, como ocurre en muchas ocasiones, una dilución de la participación en el capital por ejemplo a través de conversión de deuda en capital. Esto, que ya se ataja en la normativa española, es un punto fundamental de armonización europea dada la dependencia de los planes en las modificaciones estructurales. Sabemos que los socios son la clase más junior y por ello la que con mayor probabilidad estará “*out of the money*”, por lo que parece lógico pensar que no se reunirá una mayoría en su clase cuando es alto probable que el plan no prevea una recuperación de valor a su favor, cosa que en cualquier caso dependerá del valor de la empresa refinanciada en relación con el valor de la empresa liquidada. Se hace aquí presente el dicho anglosajón de “no puede esperarse que los pavos voten por Navidad” y que confirma la importancia de que el arrastre incluya a los socios<sup>77</sup>. Además, los socios pueden verse tentados a utilizar el poder que les atribuye el Derecho de sociedades para intentar negociar en el plan un resultado más favorable al que por cauce normal les corresponde. Para evitar todo esto, la Directiva da la posibilidad de que tenga lugar una “reestructuración forzosa de la deuda aplicable a todas las categorías”, lo que se traduce en que se imponga la modificación de los derechos de crédito o de participación a toda clase de financiadores, sean acreedores o socios<sup>78</sup>.

Por tanto, la Directiva ofrece dos sistemas posibles a los Estados miembros. La primera es tratar a los socios como una clase más, con lo que ello supone a efectos de voto, aprobación del plan y arrastre y que implica dotar al ordenamiento de las herramientas para evitar un bloqueo societario *a posteriori* del plan. La segunda es, en caso de excluir a los socios del procedimiento de aprobación del plan, establecer las medidas que garanticen que los socios no puedan impedir u obstaculizar de manera injustificada la

---

<sup>77</sup> THERY, A., “Los marcos de reestructuración...”, cit., p. 16.

<sup>78</sup> DÍAZ, A., “Socios...”, cit., p. 8.

adopción, confirmación, ejecución o aplicación del plan.

A nuestro juicio, la Directiva debería haber dado un paso adelante e imponer la separación de los socios como una clase dentro del plan. Esto, en primer lugar, por todo lo anteriormente expuesto en relación a los intereses contrapuestos de los socios en el seno del plan, que es especialmente grave dado el poder que deriva de sus derechos de control. En segundo lugar, porque si lo que pretende la Directiva es armonizar y eliminar las diferencias entre Estados miembros, dejar al arbitrio de estos un punto tan vital como la inclusión de los socios en una clase supone generar unas diferencias que *a priori* se pretendían evitar. Y, por último, porque si es cierto que los socios están especialmente comprometidos con la generación de valor, el rescate de la sociedad y el mantenimiento de sus derechos, nada impide que estos presenten un plan de reestructuración propio y se tramiten dos planes competidores<sup>79</sup>. De hecho, vemos cómo el art. 9.1 de la Directiva dispone que los Estados miembros velarán porque, independientemente de quién solicite un procedimiento de reestructuración preventiva, los deudores tengan derecho a presentar planes de reestructuración para su adopción por las partes afectadas.

En fin, vemos una sobreprotección de los socios que es contraproducente tanto para el objetivo inmediato de salvamento de empresas viables, como para el mediano de una armonización concursal que permita el desarrollo del Mercado de Capitales de la UE.

### **3.4. VALORACIÓN DE LA EMPRESA.**

Un plan con arrastre de clases se caracteriza por el reparto del valor disponible entre los acreedores en defecto de las clases afectadas. Lo que es objeto de distribución es el valor de reorganización o reestructuración, que no es otra cosa que el valor de la empresa según el plan y que se atribuirá, como veremos más adelante, según la regla de prioridad absoluta<sup>80</sup>. Por otro lado, y esto también será objeto de análisis pormenorizado, la Directiva recoge como uno de los requisitos de homologación del acuerdo que este supere el llamado test de Interés Superior de los Acreedores o “*Best Interest of Creditor test*” (en adelante, el “BIC”). Este establece que el acreedor disidente dentro de una clase no debe recibir menos bajo el acuerdo de reestructuración de lo que hubiese recibido en caso de liquidación de la empresa, sea mediante una venta individual de activos o mediante la

---

<sup>79</sup> THERY, A., “Los marcos de reestructuración...”, cit., p.18

<sup>80</sup> THERY, A., “Los marcos de reestructuración...”, cit., p.20.

venta de la empresa como unidad productiva (el que arroje una valoración superior). A este respecto, el considerando 49 de la Directiva prevé que los estados miembros deben garantizar que la autoridad judicial pueda rechazar un plan cuando se compruebe que limita los derechos de los acreedores o tenedores de participaciones disidentes bien a un nivel por debajo de lo que cabría razonablemente esperar en caso de liquidación de la empresa del deudor, ya sea mediante liquidación gradual o mediante la venta como empresa en funcionamiento. Lo que vemos es que el concepto de valoración de la empresa en esta nueva normativa se yergue como uno de los aspectos clave, y será labor de cada Estado miembro dotar a su legislación de los mecanismos necesarios para cubrirla.

El artículo 14.1 de la Directiva establece que la autoridad judicial o administrativa tomará una decisión sobre la valoración de la empresa únicamente si una parte afectada disidente impugna el plan por motivos a esta valoración referidos. En efecto, en una situación de insolvencia, el que goza de mejor posición para someter sus activos a una valoración exhaustiva e independiente es precisamente el deudor<sup>81</sup>.

En relación a esto, el art. 14.2 de la Directiva obliga a los Estados miembros a garantizar que, a los efectos de la toma de decisión relativa a una valoración, la autoridad judicial o administrativa pueda designar u oír a expertos cualificados. Con esto no solo se consigue introducir un elemento de imparcialidad extra, sino que se reduce notablemente la litigiosidad<sup>82</sup> en un procedimiento donde la celeridad es esencial para la viabilidad de la empresa.

En lo relativo al tipo de valoración, el considerando 49 recoge que en caso de que los Estados miembros opten por realizar una valoración del deudor como empresa en funcionamiento, este deberá tener en cuenta la actividad del deudor a largo plazo, al contrario que el valor de liquidación. El valor de empresa en funcionamiento será además, por regla general, superior al valor de liquidación, pues parte de la premisa de que la empresa continua con actividad y con mínima perturbación, cosa que se consigue con la confianza de los acreedores financieros, los accionistas y los clientes, de manera que sigue generando ingresos y limita las repercusiones sobre los trabajadores.

---

<sup>81</sup> DICK, L. “Valuation in Chapter 11 Bankruptcy: the dangers of an implicit market test”, *U. Ill Seattle University School of Law*, nº 1487, 2017, p. 1498.

<sup>82</sup> LADO, C., “Líneas esenciales de la Directiva”, *Revista Aranzadi Unión Europea*, nº 8, 2019, versión electrónica, p. 12.

En efecto, el valor de empresa o “*Enterprise value*” incluye las expectativas de generación de liquidez. De esta forma el valor de un activo no es la percepción de valor del mismo, sino una función que descuenta a valor actual los flujos de caja que la empresa puede generar en el futuro a un tipo que refleja el riesgo inherente a estos flujos<sup>83</sup>.

De este modo, el valor de reestructuración se contrapone al valor de liquidación, pues mientras que este representa el precio de venta forzosa de la empresa de la sociedad deudora, aquel representa el valor razonable de mercado de dicha empresa. La diferencia o prima de funcionamiento entre el valor de reestructuración y valor de liquidación es lo que será susceptible de distribución en el plan, tanto pactada como imperativa por arrastre. En cualquier caso, el valor de la empresa en funcionamiento debe ser superior al valor de la empresa en liquidación, pues no tendría sentido imponer esperas para cobrar 100 en cinco años, cuando el acreedor puede cobrar el valor presente de esos 100 de manera inmediata y en efectivo mediante la liquidación<sup>84</sup>.

### **3.5. TEST DE LA CUOTA DE LIQUIDACIÓN.**

El test de la cuota de liquidación o BIC es un requisito que se aplica a los planes de reestructuración tanto consensuales como no consensuales y que ofrece a las partes afectadas por el plan una tutela individual independiente del sentido de su voto y que pasa por garantizarles un mínimo de valor económico. Este requisito se concreta en que se lleve a cabo una comparación entre lo que se recibirá en el plan en términos estimados con lo que se recibiría en sede de liquidación<sup>85</sup>.

Con respecto a esto, ha habido cierta discusión en cuanto la Directiva parece no dejar claro cuál debe ser el elemento comparativo: la liquidación por unidades, la venta de negocio en funcionamiento o el llamado “mejor escenario alternativo posible” en caso de que el plan no se confirme<sup>86</sup>. Finalmente, y a pesar de que la normativa interna de cada Estado miembro deberá matizar esto, parece que el punto de comparación fáctico contra el que se analiza el valor del plan de reestructuración a efectos del BIC es el valor de liquidación, ya sea como liquidación fragmentada o venta del negocio en desarrollo, pero

---

<sup>83</sup> DAMODARAN, A., “Valuation Approaches and Metrics: A survey of the Theory and Evidence”, *Stern School of Business*, 2006, pp. 3-5.

<sup>84</sup> THERY, A., “Los marcos de reestructuración...”, cit., p.24.

<sup>85</sup> DÍAZ, A., “Socios...”, cit., pp. 28.

<sup>86</sup> KROHN, A., “Rethinking Priority: The Dawn of the Relative Priority Rule and a New Best Interest of Creditors’ Test in the European union”, *Martin-Luther-University Halle-Wittenberg*, 2020, pp. 10-11

en ningún caso el “mejor escenario alternativo posible” debido a que sus contornos no son claros, nunca ha sido utilizado con anterioridad y conlleva riesgo de confusión con el llamado “*fairness test*”<sup>87</sup>.

Este test tendrá en cuenta el orden de prelación normal de liquidación previsto bajo la norma interna de cada Estado miembro. No obstante, la Directiva admite su carácter armonizador y recoge que busca que se revise la totalidad de la normativa concursal. En este sentido, los Estados miembros que elijan un esquema de prelación para los marcos de reestructuración y otro diferente para el resto de procesos, tendrán más complicado el desarrollo de los mismos. Y es que, además del proceso de valoración de empresa, la autoridad judicial deberá ir alternando el sistema de prelación<sup>88</sup>.

### **3.6. ARRASTRE DE ACREEDORES.**

Ya hemos visto que el arrastre entre clases o *intra-class cram-down* no es una novedad, pues desde la Recomendación de 2014 el legislador europeo introduce estos elementos importados del Derecho norteamericano. Las razones han ido siendo expuestas, y es que, en un contexto de intereses contrapuestos, donde el tiempo es oro (*timing problem*), no se puede permitir que la minoría se interponga, de manera injustificada, en la recuperación de la compañía. Se pretende así evitar riesgos de extorsión, pero, a diferencia de la DA4<sup>a</sup>, la extorsión se entiende respecto de las clases en lugar de los acreedores individuales. Esta puede llegar de todo tipo de clases, tanto de acreedores subordinados como preferentes y privilegiados. Los subordinados que en sede de liquidación no habrían obtenido nada podrían extorsionar al resto de acreedores para obtener parte del excedente a cambio de su voto positivo. Los privilegiados, por su parte, podrían dinamitar el acuerdo si consideran que en una liquidación o ejecución de su garantía pueden satisfacer su crédito, aunque esto dilapide el valor residual que habría correspondido a los ordinarios o incluso subordinados<sup>89</sup>. Se quiere evitar, por tanto, que se impida, de manera injustificada, permitir la recuperación empresarial.

En esto radica la clave, en la justificación, y es ahí donde se tienen que dar en primer

---

<sup>87</sup> INSOL, *Europe Guidance Note on the implementation of preventive restructuring frameworks under EU Directive 2019/1023*, Abril 2020, p.40.

<sup>88</sup> INSOL, *Europe Guidance Note on the implementation of preventive restructuring frameworks under EU Directive 2019/1023*, Abril 2020, p.14.

<sup>89</sup> CASEY, A., “Bankruptcy Endowment Effect” *Emory Law*, nº 33, 2016, p. 145.



lugar todas las garantías legales y en segundo lugar motivos de peso que justifiquen la excepción de principios tales como el de la relatividad de los contratos. La imposición de un plan a una clase para que al año de su adopción la empresa no haya conseguido recuperarse no se justifica, pues el acreedor, y en especial el garantizado habría perdido la oportunidad de obtener hoy el valor que le correspondía.

En este apartado analizaremos el procedimiento que recoge la directiva para adoptar el Plan no consensual y cuáles son los requisitos y garantías que esta contempla.

Es el art. 14 de la Directiva el que, bajo la rúbrica “Reestructuración forzosa de la deuda aplicable a todas las categorías”, regula el citado arrastre. Así, se prevé que un plan pueda imponerse a aquellas clases discrepantes siempre que cumpla con los requisitos que se exigen a los planes consensuales (a salvo, evidentemente, de los de mayoría), y además se verifiquen dos requisitos adicionales: que el plan haya sido aprobado por, al menos, una clase que no sea la de los socios o esté conformada por acreedores “*out of the money*”, y que el plan cubra con la regla de prioridad absoluta que analizaremos más adelante<sup>90</sup>.

En efecto, una Directiva que prevé la conformación de clases para reunir de manera homogénea derechos y pretensiones concurrentes necesita un mecanismo que facilite la adopción de los planes y este es el *cross-class cram-down*, pero este necesita también un sistema de contrapesos o salvaguardas que garantice que ningún acreedor se vea injustamente perjudicado. Estos son el interés superior de los acreedores o BIC del que ya hemos hablado y la regla de prioridad absoluta<sup>91</sup>. Estos elementos son traídos de la regulación del *Chapter 11* y a él nos referiremos durante gran parte del análisis.

### 3.6.1. Regla de Prioridad Absoluta.

Es la condición esencial para que un acuerdo no aprobado por todas las clases pueda ser homologado por la autoridad judicial. La regla de prioridad absoluta, (en adelante, la “RPA”), actúa como un filtro para la adopción de acuerdos no consensuales y lucha contra situaciones de merma de derechos, como puede ser el riesgo de expropiación. La idea básica detrás del concepto, es que el excedente de valor derivado de mantener a la empresa en funcionamiento (*going concern surplus*), debe repartirse entre las clases de acreedores conforme a los rangos concursales, de manera que, si una clase de acreedores

---

<sup>90</sup> THERY, A., “Los marcos de reestructuración...”, cit., p.19.

<sup>91</sup> LADO, C., “Líneas esenciales...”, cit., pp. 10-11.

tiene mejor rango preferencia sobre otra, esta debe ser satisfecha antes de que esta última reciba algo<sup>92</sup>. Con esta explicación entendemos la idea que antes mencionábamos relativa a la importancia de la valoración de la empresa, y es que la aplicación de la RPA en el contexto de una reestructuración requiere que la compañía sea valorada. Esta valoración asigna un valor a toda la potencialidad y la capacidad de generación de la compañía y lo retrotrae a su valor actual. Una vez hecha la valoración, esta dictará cómo se debe asignar el valor para satisfacer la RPA<sup>93</sup>.

La Directiva recoge da la opción a los Estados miembros de decidir entre la aplicación de la llamada regla de prioridad absoluta o regla de prioridad relativa, (en adelante, la “RPR”). La primera implica que los créditos de los acreedores de una categoría disidente han de ser plenamente satisfechos cuando una categoría de rango inferior deba recibir cualquier pago o conservar cualquier interés en el marco del plan. Esto es lo mismo que decir que ninguna clase afectada que sea disidente debe verse perjudicada.

En el caso de la RPR, se garantiza que las clases disidentes reciban un trato al menos tan favorable como la de cualquier categoría de rango inferior. La RPR se diferencia de la RPA en que esta parte del supuesto de que cualquier excedente derivado de la reestructuración debe atribuirse a los acreedores en función del orden de su rango liquidativo y en tanto no hayan recibido el cumplimiento íntegro. En cambio, en la RPR, para permitir el *cram-down* será suficiente que las clases de acreedores senior reciban un trato mejor que las junior. Esto permitiría la entrada de clases junior, en especial la de los socios<sup>94</sup>, en el reparto del ya mencionado “*going concern surplus*”<sup>95</sup>.

En la Directiva, al igual que en el *Chapter 11*, se incluye un corolario o consecuencia lógica a la RPA, que viene a decir lo siguiente:

*“Como corolario de la regla de la prioridad absoluta, ninguna clase de acreedores puede recibir o conservar, en el marco del plan de reestructuración valores económicos o*

---

<sup>92</sup> GARCIMARTÍN, F., “La Propuesta de Directiva...”, cit., p. 11.

<sup>93</sup> BAIRD, D., BERNSTEIN, D., “Absolute Priority, Valuation Uncertainty, and the Reorganization Bargain”, *The Yale Journal*, nº. 115, 2006, p. 1935.

<sup>94</sup> A este respecto es conveniente señalar que, en el caso americano, la mayor parte de los planes de reorganización se desvían de la regla de prioridad absoluta con el fin de distribuir un parte del valor a los socios.

Vid: AYOTTE, K., MORRISON, E., “Creditor Control and Conflict in Chapter 11”, *Columbia university Center for Law & Economics*, Research paper nº 321, version electronica, p.5.

<sup>95</sup> DÍAZ, A., “Socios...”, cit., pp. 25-28.

*ventajas superiores a la cantidad total de los créditos o participaciones de tal clase.”*

De no existir esta conclusión, la clase de mayor rango podría quedarse con todo el valor de reestructuración sin que descendiese nada a las clases inferiores de acreedores ni que hubiera base para la propia RPA.

En resumen, son dos las normas que integran la RPA: que ninguna clase pueda cobrar en la reestructuración más del 100% de su crédito, y que ninguna clase pueda verse afectada en el valor de su crédito mientras haya una sola de rango inferior que esté recibiendo algo. Con esto se pretende controlar que no se pague más de lo debido y que tampoco pague menos de lo debido. En la práctica esto implica mirar a la clase de mayor rango que se opone al acuerdo, y desde ella mirar hacia arriba y hacia abajo. Hacia abajo para comprobar si las clases de rango inferior han recibido en la empresa estructurada; y hacia arriba para comprobar si alguna de rango superior ha recibido más del 100% de su crédito. Hemos de tener en cuenta, a estos efectos, que cobrar o pagar no se refiere necesariamente a efectivo, que de hecho es el escenario más improbable. Lo que se produce son intercambio de créditos pre-reestructuración por créditos post-reestructuración, acciones de la compañía reestructurada, o una combinación de ambos<sup>96</sup>.

Por último, se incluye el denominado test de prohibición de discriminación injusta que mencionamos en el apartado de formación de clases. La RPA, su corolario, y este test de no discriminación componen lo que el *Chapter 11* denomina “*fairness test*” o test de justicia, que es el que en última instancia asegura que, en ausencia de pacto entre clases, cada una reciba a través del plan impuesto la cuota del valor de reestructuración que le corresponde con arreglo al orden de prelación aplicable en caso de liquidación<sup>97</sup>.

### *3.6.2. Especial Referencia a la Modalidad de Cram-up.*

El *cram-up* consiste en el arrastre de clases de mayor rango que en principio tenían derecho a una cuota de liquidación inmediata y en efectivo. Esto aplica especialmente a aquellos acreedores que tengan a su favor garantías reales que podría ejecutar de manera sencilla.

Este es quizás, al igual que en el caso de la regulación de la DA4<sup>a</sup>, el elemento más

---

<sup>96</sup> GARCIMARTÍN, F., “La Propuesta de Directiva...”, cit., p. 12

<sup>97</sup> THERY, A., “Los marcos de reestructuración...”, cit., p.21

delicado del plan, pues que en el seno del mismo exista el poder de arrastrar a clases garantizadas con garantía real implica que se les puede obligar a reinvertir en la reestructuración una cantidad, la de liquidación, que de otro modo se podrían haber reembolsado<sup>98</sup>. En este caso, además, no es que dentro de una clase de acreedores garantizados la mayoría decida apoyar el plan y la minoría se vea forzada, es que directamente la clase disidente al completo se ve arrastrada.

A este respecto, la Directiva prevé que los Estados miembros podrán determinar el número mínimo de clases que han de otorgar consentimiento para poder confirmar el plan no consensual, con lo que parece que se tiende la mano a determinar clases que tengan derecho de veto.

Las salvaguardas deben ser completamente acordes con el sacrificio del derecho que se lleva a cabo. Para ello, tanto de *Chapter 11* como la Directiva aplican la regla de prioridad absoluta a los acreedores garantizados, cuya satisfacción puede alcanzarse por tres vías. La primera es que estos retengan su garantía y además el crédito, tras la novación, tenga un valor actual equivalente, como mínimo, al de su privilegio. La segunda es que se opte por vender el bien gravado a un tercero, libre de cargas, pero pudiendo el acreedor privilegiado pujar en dicha subasta con su crédito (*“credit-bidding”*), o, en caso de que no sea posible, extender la garantía al precio de la venta. La última opción es entregar el valor equivalente a su privilegio. Vemos, por tanto, que no cabe imponer capitalizaciones de créditos o novar a un crédito no garantizado<sup>99</sup>. No obstante, nada obliga a que el pago sea en dinero, lo que supone en primer lugar negar el valor actual de ese efectivo, y en segundo lugar acarrea la posibilidad de que el deudor utilice los procedimientos de reestructuración para refinanciarse perpetuamente<sup>100</sup>.

#### **4. CONSECUENCIAS DEL ARRASTRE.**

Una vez que hemos llevado a cabo un análisis teórico de las herramientas contra la insolvencia, tanto en el ámbito nacional con la DA4<sup>a</sup> y en el ámbito europeo con los marcos de reestructuración de la Directiva, en este apartado pasaremos a analizar cuáles

---

<sup>98</sup> THERY, A., “Los marcos de reestructuración...”, cit., p.25.

<sup>99</sup> GARCIMARTÍN, F., “La Propuesta de Directiva...”, cit., p. 14-16

<sup>100</sup> TOLLENAAR, N., “The European Commission’s Proposal for a Directive on Preventive Restructuring Proceedings”, *Insolvency intelligence*, n°30, 2017, p.76. [non vidi, citado por GARCIMARTÍN, F., “La Propuesta de Directiva...”, cit., p. 15].

son las consecuencias de las mismas, y en especial del arrastre en los derechos de los acreedores, y hasta qué punto están estas justificadas.

Desde el principio de nuestra exposición hemos resaltado cómo la homologación judicial de acuerdos de refinanciación, a través de la figura del arrastre de acreedores supone una excepción al principio de relatividad de los contratos, de manera que el acuerdo al que han llegado unas partes no producirá efectos únicamente entre ellas, sino que sus efectos se extenderán también a otras partes que, o bien no han participado en la negociación del acuerdo, por lo que no han influenciado el contenido y existencia del mismo, o bien se han posicionado en contra de su aprobación.

Esto se traduce en que un acreedor, titular legítimo de un crédito, se ve desprovisto de la facultad de exigir ese crédito, y en cambio, es obligado a experimentar una novación del contrato, que en función del contenido del acuerdo y las mayorías con las que se alcance, puede suponer esperas, quitas o conversión del mismo en capital.

Lo importante en este caso será poner en una balanza los intereses en juego. De un lado, se encuentra la voluntad del legislador de salvar una empresa que es económicamente viable y de otro, se encuentra el derecho legítimo de un acreedor a cobrar su crédito según las condiciones pactadas. El sacrificio de lo segundo a favor de lo primero únicamente podría responder a que el mantenimiento de la empresa fuera una solución mejor a la liquidación de la misma, ya no solo en términos de recuperación del crédito, sino también en lo relativo a la generación de riqueza que esta puede aportar. El problema viene cuando se sacrifica el derecho del acreedor a favor de una refinanciación que muchas veces está abocada al fracaso. Esta situación se agrava en los casos en que el acreedor ha reforzado su crédito con algún tipo de garantía, pues podría decidir directamente ejecutar la misma y disfrutar del valor actual de su importe en lugar de postergar su cobro a un momento en el que su valor será menor.

Si asumimos que el sacrificio del derecho del acreedor está justificado para salvar a la empresa, no solo tenemos que ser muy pulcros con el plan de viabilidad de la misma, sino que tenemos que dotar al afectado de una serie de salvaguardas que garanticen la equidad del proceso. Dicho esto, hay que señalar, respecto a la viabilidad de la empresa, que si bien la DA4<sup>a</sup>, *ex art. 71 bis LC* se exige un plan de viabilidad, no podemos pretender que este funcione siempre. En efecto, entre la documentación a aportar al juez se incluye un

plan de viabilidad que debe poder ser revisado. No obstante, esto no implica que sea la sede judicial el lugar donde debe llevarse a cabo una discusión de valoración financiera que permita dirimir si el plan va a tener éxito o no. De hecho, la ley no permite impugnar el plan por esa razón, y es que en la práctica puede llegar a ser inviable. Pensemos en grandes conglomerados con filiales en distintos países. La prueba consumiría un tiempo que la sociedad no tiene. Por otro lado, hemos de tener en cuenta que la viabilidad de la empresa no depende únicamente del plan. Existen innumerables factores externos (y este trabajo de investigación se escribe en tiempos de COVID-19) que afectarán el devenir de la compañía y que no podrían ser razonablemente valorados en sede judicial. Quizás la tecnología y la inteligencia artificial tengan algo que decir en este apartado dentro de un tiempo, pero hoy por hoy lo que exige la ley es que el plan permita la viabilidad, no que la garantice.

Otra de las críticas que ha recibido la regla de arrastre es su supuesto carácter “expropiatorio” al privar a un titular de su derecho de crédito. Esto, si bien no implica una expropiación en sentido estricto, sí que hace que sea esencial que la regla de arrastre se aplique con todas las cautelas y garantías. Si bien es cierto que la falta de cuidado puede derivar en una situación como la mencionada, no es unánime que en todo caso la situación sea injusta. A este respecto, el art. 2 de la Declaración de los Derechos del Hombre y del Ciudadano permite que el derecho de propiedad pueda sufrir limitaciones, siempre que estén justificadas por razones de interés general y que sean proporcionadas con respecto al objetivo perseguido<sup>101</sup>. Por otro lado, vemos que la crítica que se da para quitas en sede de la DA4<sup>a</sup> no se da para quitas en sede de convenio<sup>102</sup>, donde también se genera un sacrificio para los acreedores. No se ha puesto el grito en el cielo por la posible afectación de los créditos en sede de convenio. Además, en un contexto donde a la vista de su escasa eficacia, la necesidad de modernizar la norma concursal es clara, parece contradictorio clamar por un lado por mecanismos de mayor eficacia que la fase formal del concurso, pero criticar por otro su aplicación. Confiar en la fase de concurso implica una mayor presencia judicial, con las consecuencias que esto tiene, a nivel de incremento de tiempos y trámites, en el porvenir de sociedades en situaciones en las que el tiempo es clave.

---

<sup>101</sup> THERY, A., “Los marcos de reestructuración...”, cit., p.42.

<sup>102</sup> VILLORIA, I., “Algunos sofismas en torno a los acuerdos de reestructuración”, *Actum Mercantil & Contable*, nº 40, 2017, versión electrónica, pp.2-3.

Por otra parte, para que efectivamente se dé expropiación, debe existir algo susceptible de expropiar: no se puede expropiar nada a quien nada tiene. De ahí la importante función de la valoración de la empresa, confirmada por un juez a modo de justiprecio, a efectos de determinar si los socios preexistentes del deudor ostentan o no algún valor (en caso de que no tengan «*equity*» o estén «fuera del dinero», la capitalización no podrá, por definición, suponer ninguna expropiación)<sup>103</sup>.

El propio considerando 30 de la Directiva recoge estos planteamientos: “*garantizar que la reducción de los derechos de los acreedores y de los tenedores de participaciones (accionistas) sea proporcional a las ventajas de la reestructuración...*”. Nos encontramos, como vemos, ante un problema clásico del Derecho privado: diseñar las normas de modo que minimicen los riesgos de extorsión<sup>104</sup> (por el minoritario) y los riesgos de expropiación (por el mayoritario).

Con respecto a los acreedores garantizados la problemática del arrastre se acrecienta. La garantía robustece el crédito, confiere seguridad en caso de una concurrencia de acreedores ante una insolvencia y asegura una auto ejecución suficiente. Incluir en el arrastre a estos acreedores mediante el *cram-up*, o dentro de una misma clase supone poner en tela de juicio la naturaleza misma de la garantía, que no es otra que dar certeza al acreedor del cobro. Es por ello que la norma debe poner los mecanismos que permitan que el sacrificio que lleve a cabo el deudor esté justificado y sea proporcional. En este sentido, analizábamos antes cómo la aplicación de la RPA en un escenario de *cram-up* se traducían en tres opciones: que los acreedores retengan su garantía y que el crédito novado tenga un valor actual equivalente, al menos, al del privilegio; que se dé una opción de *credit-bidding* o que se permita extender la garantía al precio de venta, o que se entregue el valor equivalente al privilegio. De nuevo entra aquí en juego la balanza de intereses. El acreedor garantizado es desprovisto de la inmediatez de la ejecución, y ese sacrificio debe justificarse por el objetivo al que se ofrece, que es la viabilidad empresarial. Es por ello que, si en la práctica la refinanciación se presenta la postergación de lo inevitable, parece legítima la crítica al sacrificio de los acreedores disidentes, pues este no habrá merecido la pena.

---

<sup>103</sup> THERY, A., “Los marcos de reestructuración...”, cit., p.42.

<sup>104</sup> AYOTTE, K., Morrison, E., “Creditor Control and Conflict in Chapter 11”, *J.Leg.*, nº 1, 2009, pp. 511 y ss. [non vidi, citado por GARCIMARTÍN, F., “La Propuesta de Directiva...”, cit., p. 15].

Por último, es importante hacer referencia a un aspecto muy importante, que es el temporal. En el caso europeo, y más concretamente en el español, los mecanismos pre-concursales son relativamente nuevos y han sido todos introducidos mediante reformas o parches a la LC. Otros ordenamientos como el americano presentan una larga relación con estas herramientas, lo que ha permitido que el sistema en su conjunto esté integrado y funcione de manera eficiente. Recordemos que la Directiva iba a implicar modificaciones no solo en la LC, sino en otros ámbitos del Derecho de sociedades, y hasta que no se avance en estas regulaciones, cosa que parece complicada con un parlamento que se dedica a todo menos a legislar, no podremos hablar de un funcionamiento integrado de los sistemas pre-concursales de reestructuración.

En conclusión, analizando los intereses en juegos, el sacrificio de los acreedores, si bien creemos que puede estar justificado en ocasiones, necesita en primer lugar estar basado en la creencia real de la viabilidad de la empresa, necesita unos requisitos y tutelas que aseguren la proporcionalidad del sacrificio, requiere un ordenamiento en el que las distintas ramas implicadas funcionen conjuntamente, y necesita una intervención judicial que vele por el cumplimiento de todo ello. Más allá de ello, es necesaria la buena fe de todos los actores. Unos administradores que de verdad quieran salvar la empresa y no a sí mismos, unos acreedores que apuesten por el negocio y no lleven a cabo conductas de extorsión para mejorar su situación y un poder legislativo y judicial que esté en continuo contacto con todos estos actores para poder responder a los retos que vayan surgiendo.



## 5.- CONCLUSIÓN.

El Derecho concursal se encuentra inmerso en un procedimiento de cambio en el que se está comenzando a dar mayor preponderancia a los mecanismos pre-concursales. La introducción, en el seno del mismo, de herramientas como los planes de reestructuración no consensuales y el arrastre de acreedores, tanto horizontal como vertical, exige que el procedimiento esté revestido de una serie de salvaguardas que garanticen la justificación y la proporcionalidad de las medidas. Esto es especialmente importante cuando, a través sucesivas reformas se ha permitido que el acreedor dotado de garantía real se vea arrastrado a formar parte de un plan del que puede disentir. Si esto ocurre se pone en tela de juicio todo el sistema de garantías, cuyo rasgo esencial es el privilegio que dan a su poseedor y del que se ve desprovisto en el seno de un plan no consensual con arrastre de clases. Por otro lado, el hecho de que el arrastre ya no sea solo horizontal, dentro de los acreedores conformantes de una clase, sino entre clases en su conjunto, acrecienta la controversia. En un arrastre horizontal lo que vemos es una mayoría de acreedores garantizados que apuestan por el plan. En un arrastre vertical hacia arriba o *cram-up*, lo que vemos es que una clase junior fuerza a una clase de acreedores garantizados a formar parte del plan, y esto, a pesar de la RPA y el BIC, supone vaciar de contenido el contorno de las garantías, arrojando serias dudas sobre su eficacia y pertinencia, con los riesgos que esto conlleva para futuras voluntades de financiación.

Otro aspecto que a mi juicio no se ha sopesado adecuadamente en la Directiva es el hecho de que se deje optar a los Estados miembros entre conformar clase de socios o no. Los socios, en un proceso de reestructuración, son la clase más junior, y es alto probable que no reciban nada dentro del plan de reestructuración, por lo que sería lógico pensar que podrán estar tentados a votar en contra del plan. Por otro lado, el poder que les confiere el Derecho de sociedades puede derivar en intentos de extorsionar al resto de acreedores para mejorar su situación en el seno del plan. Que la directiva de la posibilidad de elegir, a pesar de todos los problemas burocráticos y de intereses nacionales de la UE, supone arrojar más leña a un fuego que se pretendía, en teoría, apagar, y es que se perpetuarán las diferencias regulatorias entre Estados miembros.

En conclusión, el desarrollo de la regulación pre-concursal es necesario, pero debe llevarse a cabo con cautela, midiendo adecuadamente el binomio objetivo-sacrificio, y dotándolo de las herramientas que aseguren la proporcionalidad y pertinencia del mismo.

## 6. BIBLIOGRAFÍA

### 6.1. LIBROS Y ARTÍCULOS DOCTRINALES.

AGUILERA, R., “Nuevo marco aplicable a las operaciones de reestructuración: análisis técnico de la reforma introducida por el Real Decreto Ley 4/2014”, *Actualidad GAP*, 2014, pp. 1-50.

ALONSO, A., “Los créditos contingentes en el marco de la homologación. Experiencia actual y reflexiones al hilo de la propuesta de directiva de reestructuraciones”, *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, nº 49, 2018, pp. 25-36.

AYOTTE, K., MORRISON, E., “Creditor Control and Conflict in Chapter 11”, *Columbia university Center for Law & Economics*, Research paper nº 321, version electronica, pp:1-46.

AZNAR, E., *La homologación judicial de acuerdos de refinanciación en la disposición adicional cuarta de la Ley Concursal*, Ed. Tirant lo Blanch, 2017.

AZOFRA, F., *La homologación judicial de acuerdos de refinanciación*, Ed. Reus, 2017.

BAIRD, D., BERNSTEIN, D., “Absolute Priority, Valuation Uncertainty, and the Reorganization Bargain”, *The Yale Journal*, nº. 115, 2006, pp. 1930-1970.

BAIRD, D., RASMUSSEN, R., “Chapter 11 at Twilight”, *Stanford Law Review*, nº 56, 2003, p. 101-120.

CARRASCO, A., “Ejecución de garantías reales, impugnación de refinanciaciones y valor de la garantía en la Reforma Concursal del Real Decreto Ley 4/2014.”, *ADC*, nº 32, 2014, pp.1-16.

CASEY, A., “Bankruptcy Endowment Effect” *Emory Law*, nº 33, 2016, pp. 141-170.

DAMODARAN, A., “Valuation Approaches and Metrics: A survey of the Theory and Evidence”, *Stern School of Business*, 2006, pp. 1-77.

DE CARDENAS, C., “La propuesta de directiva sobre reestructuración temprana y su transposición al derecho español”, *RDCP*, nº 29, 2018, versión electrónica, pp. 1-16.

DÍAZ, A., “Socios, planes de reestructuración y capitalización de créditos en la Directiva (EU) 2019/1023, sobre reestructuración e insolvencia”, *ADCo*, nº 49, 2020, versión electrónica, p.1-42.

DICK, L. “Valuation in Chapter 11 Bankruptcy: the dangers of an implicit market test”, *U. Ill Seattle University School of Law*, nº 1487, 2017, pp. 1487-1502.

EUROPEAN PARLIAMENT, “Harmonisation of insolvency law at EU level”, *Legal and Parliamentary Affairs*, 2010.

GARCIMARTÍN, F., “La Propuesta de Directiva europea sobre reestructuraciones y segunda oportunidad: el arrastre de acreedores disidentes y la llamada «regla de prioridad absoluta»”, *ADCo*, 2018, nº 43, versión electrónica, pp. 1-21.

GARNACHO, L., “Institutos jurídicos pre-concursales y principio de arrastre (o *cram-down rule*)”, *RDCP*, nº 31, 2019, versión electrónica, pp. 1-17.

GUTIERREZ, A., “Préstamos sindicados, derivados financieros y derecho de la competencia: la resolución de la CNMC de 13 de febrero de 2018”, *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, nº 48, 2018, pp. 140-143.

HERNÁNDEZ, M., “Algunas dudas sobre el régimen de mayoría de los acuerdos de refinanciación de la DA4ª LC”, *RDM El Derecho*, nº 38, 2014, versión electrónica, pp.1-8.

KROHN, A., “Rethinking Priority: The Dawn of the Relative Priority Rule and a New Best Interest of Creditors’ Test in the European union”, *Martin-Luther-University Halle-Wittenberg*, 2020, versión electrónica, pp. 1-15.

LADO, C., “Líneas esenciales de la Directiva”, *Revista Aranzadi Unión Europea*, nº 8, 2019, versión electrónica, pp. 1-14.

MARTÍNEZ, M., “El fresh start y la segunda oportunidad”, *Actualidad Jurídica Aranzadi*, nº 902, 2015, versión electrónica, pp.1-2.

MERCADAL, F., “Pasivos financieros y homologación de acuerdos de refinanciación”, *ADCo*, nº 45, 2018, versión electrónica, pp. 1-8.

NAVARRO, M., “Sobre el pasivo financiero y el sacrificio desproporcionado (Comentario a la SJM núm. 2 de Sevilla de 25 de septiembre de 2017, «ABENGOA»)”, *ADCo*, nº 43, 2018, pp. 1-24.

POSNER, E., KORDANA, K. “A positive Theory of Chapter 11”, *New York University Law Review*, nº 74, 1999, pp. 161-234.

PULGAR, J., “Reestructuración empresarial y potenciación de los acuerdos homologados de refinanciación”, *RDCP*, nº 22, 2015, versión electrónica, pp. 1-2.

SKEEL, D., “The nature and effect of corporate voting in Chapter 11 reorganization cases”, *Faculty Scholarship at Penn Law*, nº 1385, 1992, pp. 461-533.

THERY, A., “Los marcos de reestructuración en la propuesta de Directiva de la Comisión Europea de 22 de noviembre de 2016 (I)”, *RDCP*, nº 27, 2017, versión electrónica, pp. 1-46.

THERY, A., “Reestructuraciones e insolvencias: la encrucijada de la armonización europea”, *RDCP*, nº 24, 2016, versión electrónica, pp. 1-14.

TOLLENAAR, N., “The European Commission’s proposal for a Directive on preventing restructuring proceedings”, *Insolvency Intelligence*, Vol. 30, nº 5, 2017, pp. 66-81.

VEIGA, A., “Garantías, privilegios y valores razonables o menos razonables de las garantías en el concurso de acreedores”, *RDCP*, nº 26, 2017, versión electrónica, pp. 1-30.

VEIGA, A., *Los privilegios concursales*, Ed. Comares, 2006, *in totum*; FUENTES, R., “El doble recorte de las garantías reales en el concurso de acreedores. Comentario a las sentencias del Tribunal Supremo de 20 de febrero y 11 de abril de 2019”, *El Derecho, Boletín de Mercantil*, nº 77, 2019, pp. 1-15.

VEIGA, A., “Prendas y fiducias financieras o cómo sustraerse a la vis concursal”, *Actualidad Civil Jurisprudencia*, 2008, nº 7, versión electrónica, pp. 1-14.

VILLORIA, I., “Algunos sofismas en torno a los acuerdos de reestructuración”, *Actum Mercantil & Contable*, nº 40, 2017, versión electrónica, pp.1-6.

YÁÑEZ, J., “Aires de reforma para los acuerdos de refinanciación”, *Boletín de Derecho Mercantil*, febrero 2017, versión electrónica, pp. 1-7.

YÁÑEZ, J., “El acreedor real como damnificado de la insolvencia del garante”, *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, nº 38, 2014, pp. 31-43.

## **6.2. JURISPRUDENCIA**

Sentencia del Juzgado de lo Mercantil nº 2 de Sevilla de 24 de octubre de 2016.

Sentencia del Juzgado de lo Mercantil nº2 de Sevilla, de 25 de septiembre de 2017.

## **6.3. INFORMES**

BOICAC N°102/2015 Consulta 1. Sobre la correcta interpretación de los términos “pasivo”, “pasivos financieros” y “grupo” regulados en el artículo 71.bis y la Disposición adicional cuarta de la Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal.

COMISIÓN EUROPEA, *Construir una Unión de los Mercados de Capitales*, 2015.

Conclusiones de la Reunión de Magistrados de lo Mercantil de Madrid en fechas 7 y 21 de noviembre de 2014 sobre unificación de criterios de aplicación de las reformas de la ley concursal operadas por el Real Decreto-Ley 11/2014 y la Ley 14/2014.

INSOL, *Europe Guidance Note on the implementation of preventive restructuring frameworks under EU Directive 2019/1023*, Abril 2020.

Nota Informativa Pérez-Llorca, “Las garantías financieras y la homologación judicial. Conclusiones de los jueces de lo mercantil de Madrid”, marzo 2015.

Registro Mercantil Central. Situaciones concursales. Estadísticas 2019. Disponible en:<http://www.rmc.es/documentacion/publico/ContenedorDocumentoPublico.aspx?arch=Estadisticas\ESTADISTICAS-2019.pdf>