

## **La propuesta de Directiva sobre reestructuración temprana: Unión de los mercados de capitales, Unión bancaria y Derecho de la insolvencia (1)**

de Juana Pulgar Ezquerro

Catedrático de Derecho Mercantil de la Universidad Complutense de Madrid

La Ley Unión Europea, N° 54, 31 de Diciembre de 2017, Editorial Wolters Kluwer

### **SINTESI**

*Il processo di armonizzazione avviato con il Regolamento sulle procedure di insolvenza (CE 1346/2000) rivisto dal Regolamento UE 2015/848, del Parlamento europeo e del Consiglio, del 20 maggio 2015, ed entrato in vigore il 26 giugno 2017, seppure di grande rilievo lascia persistere ancora sostanziali differenze tra le procedure di insolvenza dei diversi Stati membri. In effetti il debitore o i creditori "scelgono" la procedura più favorevole dal punto di vista dei loro interessi, creando incertezza giuridica e conseguenti costi per gli investitori alla ricerca del "forum" più favorevole. Soprattutto per questo motivo, la Commissione europea si è concentrata non tanto sull'armonizzazione delle procedure di insolvenza, quanto sulla proiezione di tale armonizzazione nell'ambito della "ristrutturazione precoce di imprese in crisi", in un quadro negoziale/contrattuale, con un intervento giudiziario minimo. Questo attraverso la regolazione delle cosiddette "procedure ibride", che rappresentano un misto tra gli istituti tradizionali stragiudiziali, con accordi tra il debitore e i suoi creditori, nel quadro dell'autonomia contrattuale (articolo 1.255 Cc - Legge 1/1889) e le procedure concorsuali tradizionali di natura giudiziaria.*

*È proprio verso quest'armonizzazione che i lavori della Commissione sono orientati ormai dal 2014, anno in cui è stato pubblicato il 12 marzo un nuovo approccio all'insolvenza e al fallimento aziendale, che ha avuto un'influenza determinante sulla nuova versione, del 20 marzo 2015, del regolamento europeo sull'insolvenza transfrontaliera (UE 2015/848 - Legge 9451/2015), entrato in vigore il 26 giugno 2017. In linea di principio la proposta di direttiva è stata progettata per essere coordinata con il regolamento europeo sull'insolvenza transfrontaliera e, a sua volta, la Commissione europea, nel momento in cui ha redatto e approvato la nuova versione del regolamento europeo del 2015, in considerazione della raccomandazione di cui al 12 marzo 2014 (Legge 3614/2014).*

### **RESUMEN**

*Constituye en la actualidad un obstáculo importante la ausencia de armonización sustantiva del Derecho de la Insolvencia en la Unión Europea, no obstante haber constituido ello un objetivo perseguido por la UE desde hace ya algún tiempo. Es cierto que se ha alcanzado una armonización en la materia en un ámbito procesal, a través del Reglamento de Insolvencia Transfronteriza, que regula cuestiones de competencia, reconocimiento, ejecución, legislación*

aplicable y cooperación en procedimientos de insolvencia transfronterizos (Reglamento CE 1346/2000 - LA LEY 6831/2000), revisado en virtud del Reglamento UE 2015/848, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 20 de mayo de 2015 (LA LEY 9451/2015), que entró en vigor el 26 de junio de 2017. No obstante, esta armonización adjetiva o procesal, aun siendo importante, resulta insuficiente, existiendo en la actualidad sustanciales diferencias en el régimen jurídico material de la insolvencia en los distintos países miembros, lo que conlleva como efecto un "forum shopping" muy activo en esta materia. En efecto, el deudor o los acreedores "eligen" la normativa más favorable desde el punto de vista de sus intereses (normativa concursal pro deudor/pro acreedor), lo que, aun siendo lícito, conlleva una indeseable inseguridad jurídica y los consiguientes "costes" para los inversores en la búsqueda del "forum" más favorable, amplificándose todo ello en supuestos de insolvencia transfronteriza. En gran medida por ello, la opción de política legislativa de la Comisión Europea se ha orientado no tanto a la armonización de los procedimientos de insolvencia, cuanto a la proyección de dicha armonización hacia el ámbito de la "reestructuración temprana de empresas en crisis" en un marco negocial/contractual, con mínima intervención judicial. Ello a través de la regulación de los denominados "hybrid proceedings", que representan una mixtura entre los tradicionales institutos negociales extrajudiciales acordados entre el deudor y sus acreedores, en el marco de la autonomía de la voluntad (art. 1.255 Cc - LA LEY 1/1889) y los tradicionales procedimientos concursales de carácter judicial, como vía para evitar la declaración de aquéllos, a lo que se añade la regulación de mecanismos exonerativos de pasivo insatisfecho respecto de la persona física.

Hacia este marco de armonización de reestructuración temprana, precisamente, se orientan los trabajos de la Comisión Europea desde el año 2014, en que se publicó la Recomendación de 12 de marzo sobre un nuevo enfoque a la insolvencia y el fracaso empresarial y que tuvo una influencia determinante en la nueva versión, de 20 de marzo de 2015, del Reglamento Europeo de Insolvencia Transfronteriza (UE 2015/848 - LA LEY 9451/2015), que entró en vigor el 26 de junio de 2017 (5). Y es que en principio la propuesta de directiva fue concebida para estar coordinada con el Reglamento Europeo de Insolvencia Transfronteriza y, a su vez, la Comisión Europea, en el momento en que redactó y aprobó la nueva versión del Reglamento Europeo de 2015, tuvo muy en cuenta la entonces Recomendación de 12 de marzo de 2014 (LA LEY 3614/2014), que constituye el precedente de la actual propuesta de directiva.

#### SUMARIO:

- I. Unión de los mercados de capitales, Unión bancaria y Derecho de la insolvencia
- II. La propuesta de Directiva sobre reestructuración temprana: una propuesta de mínimos
- III. Presupuestos de la reestructuración en la propuesta de directiva
  1. Viabilidad económica – 2. Deudor refinanciable y perímetro de deuda

refinanciable

IV. Elementos claves en la regulación de la reestructuración temprana

1. Acreedores: clases y arrastre – 2. Deberes de los administradores en la proximidad a la insolvencia – 3. La implicación del capital en la reestructuración – 4. La nueva financiación en la reestructuración temprana

V. La adaptación del derecho preconcursal español a la Directiva sobre reestructuración temprana

## **I. Unión de los mercados de capitales, Unión bancaria y Derecho de la insolvencia**

En el actual momento de nueva crisis de la conciencia europea, es necesario dar un impulso a las políticas mayoritarias y áreas de armonización legislativa pendientes en la Unión Europea (en adelante UE), en cuyo marco se sitúa, desde hace ya algún tiempo, alcanzar la unión de los mercados de capitales y la Unión bancaria.

En efecto, en el contexto de la reciente crisis económica que ha “asolado” Europa desde el año 2007, se puso de manifiesto, entre otros aspectos, de un lado la necesidad de “desbancarizar”, en la medida de lo posible, en el ámbito de la UE, la financiación, propiciando ésta en los mercados de capitales. De otro, la necesidad de alcanzar la unión bancaria, neutralizándose en este ámbito los efectos negativos en los balances de los bancos y, por extensión, en la concesión de créditos de los denominados “préstamos no productivos” (*non performing loans*).

Pues bien, para poder realizar estas dos políticas prioritarias, constituye en la actualidad un obstáculo importante la ausencia de armonización sustantiva del Derecho de la Insolvencia en la Unión Europea, no obstante haber constituido ello un objetivo perseguido por la UE desde hace ya algún tiempo (2).

Es cierto que se ha alcanzado una armonización en la materia en un ámbito procesal, a través del Reglamento de Insolvencia Transfronteriza, que regula cuestiones de competencia, reconocimiento, ejecución, legislación aplicable y cooperación en procedimientos de insolvencia transfronterizos (Reglamento CE 1346/2000 - LA LEY 6831/2000 - del Consejo), revisado en virtud del Reglamento

UE 2015/848, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 20 de mayo de 2015 (LA LEY 9451/2015), que entró en vigor el 26 de junio de 2017.

No obstante, esta armonización adjetiva o procesal, aun siendo importante, resulta insuficiente, existiendo en la actualidad sustanciales diferencias en el régimen jurídico material de la insolvencia en los distintos países miembros, lo que conlleva como efecto un *“forum shopping”* muy activo en esta materia. En efecto, el deudor o los acreedores *“eligen”* la normativa más favorable desde el punto de vista de sus intereses (normativa concursal pro deudor/pro acreedor), lo que, aun siendo lícito, conlleva una indeseable inseguridad jurídica y los consiguientes *“costes”* para los inversores en la búsqueda del *“forum”* más favorable, amplificándose todo ello en supuestos de insolvencia transfronteriza.

No obstante, la gran armonización del Derecho Europeo de Insolvencias presenta en el momento actual relevantes dificultades, conectadas, de un lado, al distinto marco constitucional-económico existente en los países miembros, lo que dificulta dicha armonización, dadas las conexiones existentes entre aquél y el Derecho de la Insolvencia (3).

De otro lado, resulta cuestionable que la armonización del tradicional Derecho de la Insolvencia, de carácter judicial, orientado a la prevalente satisfacción de los acreedores, prevalentemente por vías liquidativas como lo demuestran las estadísticas, sea el mejor modo de propiciar la referida unión del mercado de capitales y la unión bancaria.

En efecto, en la Unión Europea se declaran anualmente 200.000 procedimientos judiciales de insolvencia, el 25% con dimensión transfronteriza, que concluyen a través de liquidaciones que conllevan la destrucción de 1,7 millones de puestos de trabajo, a lo que se añade la particular problemática de la insolvencia de la persona física con un sobreendeudamiento en muchas ocasiones pasivo, que le impide atender al cumplimiento *“regular”* de sus obligaciones con sometimiento al principio de responsabilidad patrimonial universal ex art. 1.911 CC (LA LEY 1/1889).

Y es que, en el ámbito europeo, los tradicionales procedimientos concursales

de carácter judicial declarados en situaciones de insolvencia o proximidad a ésta, no parecen ser la mejor opción para permitir al deudor alcanzar acuerdos con sus acreedores sobre vías conservativas a través de las que dar una salida a su crisis económica y cuya previsión, a priori, actúe como incentivo legal para acceder a la financiación en los mercados de capitales y minimizar el riesgo para las entidades financieras de los mencionados *"improductif loans"*. Y ello no porque los procedimientos concursales resulten estructuralmente inidóneos para incorporar esas vías negociales de composición a las crisis económicas, pues esa función la ha desempeñado tradicionalmente el convenio concursal, sino porque a los tradicionales procedimientos judiciales concursales les acompaña, en el ámbito continental europeo y frente a lo que acontece en el ámbito norteamericano, el problema del "stigma", que entre otros aspectos conlleva que las posibilidades de financiarse el deudor sean menores en un escenario concursal que fuera de éste.

Es cierto que los procedimientos judiciales concursales se han "actualizado" a través de diversas reformas acometidas en sus países miembros, en particular en sus terminologías, eliminándose términos como "quiebra" muy vinculados al stigma.

No obstante, ello ha resultado insuficiente para "normalizar" en la práctica el uso de los procedimientos judiciales concursales en Europa como mecanismos o herramientas de reestructuración conservativas (4).

En gran medida por ello, la opción de política legislativa de la Comisión Europea se ha orientado no tanto a la armonización de los procedimientos de insolvencia, cuanto a la proyección de dicha armonización hacia el ámbito de la "reestructuración temprana de empresas en crisis" en un marco negocial/contractual, con mínima intervención judicial. Ello a través de la regulación de los denominados *"hybrid proceedings"*, que representan una mixtura entre los tradicionales institutos negociales extrajudiciales acordados entre el deudor y sus acreedores, en el marco de la autonomía de la voluntad (art. 1.255 Cc (LA LEY 1/1889) y los tradicionales procedimientos concursales de

carácter judicial, como vía para evitar la declaración de aquéllos, a lo que se añade la regulación de mecanismos exonerativos de pasivo insatisfecho respecto de la persona física.

Y es que, la reestructuración empresarial presenta indudables ventajas. Así, conecta en última instancia con la institucionalización de las sociedades de capital y el incremento del sector terciario económico (know how, fondo de comercio, prestigio, penetración de mercado, clientela), permite separar unidades rentables de las que no lo son, y aprovechar el denominado "*fond du commerce*" o el "*avviamento*" italiano (valores inmateriales de la empresa). Pero, sobre todo, una reestructuración temprana en sede preconcursal permite adecuar la organización societaria a las necesidades empresariales que cambian en supuestos de dificultades económicas, evitando la declaración de un procedimiento concursal y los costes económicos, temporales y reputacionales (stigma) vinculados a éstos.

Por su parte, la "conveniencia" de la introducción de mecanismos exoneratorios de pasivo para personas físicas perseguiría incentivar el inicio de la actividad empresarial, atenuando el temor al fracaso y a la aplicación de la responsabilidad patrimonial universal ex art. 1.911 Cc (LA LEY 1/1889), así como el riesgo de "exclusión social". Ello conecta con la idea de la "*second chance*" norteamericana y la necesidad de propiciar un "*fresh start*" respecto de personas físicas, en particular empresarios de "buena fe" que, tras haber contribuido al sistema, se ven "arrojados" de éste por causas ajenas a su voluntad, que les colocan en "dificultades" cuando no en la imposibilidad de cumplir sus obligaciones, conllevando a su vez este "*fresh start*" empresarial un efecto reflejo protector frente a la exclusión social.

Hacia este marco de armonización de reestructuración temprana, precisamente, se orientan los trabajos de la Comisión Europea desde el año 2014, en que se publicó la Recomendación de 12 de marzo sobre un nuevo enfoque a la insolvencia y el fracaso empresarial y que tuvo una influencia determinante en la nueva versión, de 20 de marzo de 2015, del Reglamento

Europeo de Insolvencia Transfronteriza (UE 2015/848 - LA LEY 9451/2015), que entró en vigor el 26 de junio de 2017 (5). Y es que en principio la propuesta de directiva fue concebida para estar coordinada con el Reglamento Europeo de Insolvencia Transfronteriza y, a su vez, la Comisión Europea, en el momento en que redactó y aprobó la nueva versión del Reglamento Europeo de 2015, tuvo muy en cuenta la entonces Recomendación de 12 de marzo de 2014 (LA LEY 3614/2014), que constituye el precedente de la actual propuesta de directiva.

En este ámbito del referido Reglamento Europeo, se advierte también un tránsito desde los planteamientos tradicionalmente liquidatorios a un planteamiento “pro rescate” o “pro reestructuración” de empresas viables con fuerte apalancamiento financiero, particularmente en sede preconcursal. De ahí la ampliación del ámbito material de aplicación del Reglamento, no sólo como venía siendo tradicional a los procedimientos de insolvencia de cualquier deudor, cuando su estado de origen sea un estado europeo, esto es, cuando su centro de intereses principales (COMI) se sitúe en un estado miembro de la UE, sino también, bajo ciertas condiciones, a los procedimientos preconcursales de reestructuración, denominados en un ámbito internacional, como se ha adelantado, “*hybrid proceedings*”, enumerados en el Anexo A del Reglamento (LA LEY 9451/2015) y a los que se dota de eficacia extraterritorial, lo que es coherente con los fines de la propuesta de directiva sobre reestructuración preventiva. No obstante, la referida eficacia extraterritorial de los procedimientos preconcursales de reestructuración resulta limitada en lo que se refiere a la paralización de ejecuciones.

En efecto, en el art. 8 (LA LEY 9451/2015) de la nueva versión de 2015 del Reglamento Europeo de Insolvencia transfronteriza se establece que la apertura de un concurso o precurso no afectará a los derechos reales sobre activos situados en un tercer estado miembro distinto de aquel en el que se abrió el procedimiento principal. Ello determina que en materias como el tratamiento de las garantías reales se puedan alcanzar resultados diametralmente opuestos en la propuesta de directiva y en la nueva versión del Reglamento Europeo sobre

Insolvencia, por lo que la aprobación de la propuesta de directiva en los actuales términos de su redacción, en materia de derechos reales, como se analizará más adelante, conllevaría la necesidad de realizar “ajustes” en el Reglamento Europeo de Insolvencia Transfronteriza.

Menor, sin embargo, fue el ámbito de seguimiento por los países miembros de la Recomendación de la CE de 12 de marzo de 2014 (LA LEY 3614/2014), sobre un nuevo enfoque al fracaso empresarial. Y es que, como se sabe, las recomendaciones del Consejo y de la Comisión, los dictámenes, así como las comunicaciones de la Comisión no son jurídicamente vinculantes frente a terceros, ni obligatorias en su cumplimiento (art. 288 TFUE - LA LEY 6/1957), lo que no impide su calificación como instrumentos integrantes del ordenamiento comunitario, que en ocasiones pueden cumplir, como ha resaltado la doctrina, una función de “sondeo” preparando el camino para la introducción de nuevos paradigmas (6). Por tanto, no seguir estas recomendaciones y directrices no conlleva directamente sanción jurídica alguna, aun cuando “indirectamente” los países miembros pueden encontrar un “incentivo” en adecuarse y seguir dichas recomendaciones y comunicaciones adaptando a éstas su normativa, dado que la Comisión actuará en la práctica siguiendo los criterios contenidos en dichas recomendaciones y comunicaciones y el acto formal que adopte en base a éstas sí será jurídicamente relevante.

No obstante, esta “obligatoriedad” indirecta de recomendaciones y directrices no fue suficiente en el caso de la implementación en las legislaciones de los estados miembros de los criterios recogidos en la Recomendación de 12 de marzo de 2014, no habiendo adaptado todos los estados miembros, ni en igual medida, su normativa a dichos criterios (7).

Por ello, probablemente, la opción de la Comisión Europea por abordar la construcción de un Derecho Europeo de Reestructuraciones, sobre la base de recomendaciones “*soft law*”, ha sido replanteada. Ello no sólo sobre la base del referido escaso seguimiento por los estados miembros del contenido de ésta, sino también de la necesidad de dar un paso más en la construcción de un

eficiente Derecho Europeo de Reestructuraciones, precisamente coincidiendo en el tiempo con la decisión de Reino Unido de “salir” de la Unión Europea a través del Brexit.

En este marco, el 22 de noviembre de 2016, se publicó la propuesta de directiva comunitaria sobre procedimientos de reestructuración (COM [2016] 723 final), que, partiendo del modelo de reestructuración recogido en la Recomendación de 12 de marzo de 2014, persigue dar un paso más “normalizando” y “desestigmatizando” la reestructuración de empresas en dificultades económicas, no vinculándola necesariamente ni en todo caso a la insolvencia.

## **II. La propuesta de Directiva sobre reestructuración temprana: una propuesta de mínimos**

Nos encontramos ante una propuesta de “directiva de mínimos” que persigue la introducción y regulación de procedimientos concursales de reestructuración temprana de empresas. Como tal directiva de mínimos, se enumeran en ésta los temas que han de ser objeto de regulación sobre esta materia en los diferentes derechos nacionales, pero no se indican las vías concretas de materialización de ello, que se dejan a la opción de política legislativa de cada estado miembro. No se puede leer, por tanto, la directiva como si se tratase del manual perfecto de reestructuraciones, que por otro lado no existe en la práctica, como saben quienes se dedican en el mercado a esta materia, pero sí como una “hoja de ruta” de los temas que han de regularse a nivel jurídico positivo, en conexión con reestructuraciones tempranas de empresas, con el fin de que éstas tengan éxito.

Esta opción por una directiva de mínimos es cierto que puede hacer cuestionable que “*de facto*” se alcance la armonización material de estas materias, pero la realidad es indicativa de que en este momento ésta parecería ser la única armonización posible, siendo, por otro lado, característica del proceso de armonización legislativa en la Unión Europea la construcción

progresiva de este proceso, en el que resulta complicado dar entrada a los distintos intereses nacionales que confluyen en todo proceso armonizador.

De entre los posibles modelos de reestructuración existentes en el marco del Derecho Comparado, se ha optado, acertadamente a mi entender, por el modelo anglosajón, en un doble vertiente. De un lado, por el modelo de los “*schemes of arrangement*” (SoA) de Reino Unido (8), en lo que se refiere a la estructuración de la reestructuración en una sede preconcursal y anterior a la declaración de un procedimiento judicial/concursal, con mínima intervención judicial. Esta “mínima intervención judicial”, sin embargo, puede plantear, como se analizará, problemas de “encaje” en diversos aspectos tratados en la propuesta de directiva, y en particular respecto del “control” sobre la viabilidad exigida a las empresas que quieran acceder a la reestructuración y a la posibilidad de reestructuraciones forzosas, que constituyen la pieza clave de la propuesta de directiva y que se condicionan a la intervención de una autoridad judicial o administrativa. Se manifiesta así una “contradicción interna” entre la pretensión de regulación legal de procedimientos de reestructuración con mínima intervención judicial y piezas claves de la propuesta, como serían la necesaria viabilidad de la empresa y las reestructuraciones forzosas (*cramdown* y *cross-classcramdown*) que en la propuesta sólo serían posibles con intervención judicial. Ello, cuanto menos, pone en cuestión la posibilidad de conciliar extrajudicialidad y un eficaz marco de reestructuración que pueda, en su caso, llegar a imponerse y de algún modo “explica” la opción presente en el modelo alemán introducido con la ESUG, en el que se optó por situar la reestructuración de empresas con dificultades económicas dentro y no antes de los tradicionales procedimientos judiciales concursales, con resultados eficaces en algunas materias (p.e., sustitución de la voluntad de los socios reunidos en junta por el juez), pero con el “stigma” que acompaña a la declaración de los procedimientos concursales en el ámbito europeo.

De otro lado, desde un punto de vista sustantivo y material, la propuesta de directiva se inspira en el modelo norteamericano del Chapter 11 del US

Bankruptcy Code, que desde el año 1978 – en que se introdujo – ha probado sobradamente su eficacia y operatividad en el ámbito de la reestructuración.

Pues bien, el objeto del presente trabajo es – sin abordar en esta ocasión los proyectados mecanismos de exoneración de pasivo de personas físicas – analizar brevemente los aspectos esenciales de la propuesta de directiva y posibles contradicciones internas que pueden advertirse en el modelo proyectado de armonización en el sector de la reestructuración temprana de empresas, y ello básicamente por dos razones.

De un lado, porque en el supuesto en que finalmente, como sería deseable, la propuesta de directiva sobre reestructuración resulte aprobada, tendrá un efecto reformador sobre los derechos concursales de los países miembros y, en relación a España, sobre los preceptos reguladores en la LC 22/2003 (LA LEY 1181/2003) de los institutos concursales (acuerdos de refinanciación y acuerdos extrajudiciales de pagos), que deberán adaptarse al texto europeo. En efecto, en relación a la Ley Concursal Española y no obstante haberse diseñado en gran medida el modelo en consonancia con las previsiones contenidas en la Recomendación de la Comisión Europea de 12 de marzo de 2014 (LA LEY 3614/2014) y haberse incluso adelantado a ésta en algunos aspectos en reformas aprobadas desde 2009, frente a lo que ha acontecido en otros modelos de Derecho Europeo, hay aspectos que más adelante se señalarán, en que debería procederse a la adaptación de las exigencias del texto europeo.

Asimismo, la “transversalidad” consustancial a la reestructuración, regulada en la propuesta de directiva, incide no sólo en el Derecho Concursal, sino también en diversas áreas jurídicas (Derecho de la Competencia, Derecho de OPAs en conexión con cambios de control) y, en particular, en el Derecho de Sociedades. En este sentido, en el expositivo inicial de la propuesta de directiva sobre reestructuración se parte, como premisa, de que el Derecho de Sociedades no debería constituir en modo alguno un obstáculo para la reestructuración de empresas viables con dificultades financieras, anunciándose la posibilidad de introducir reformas en la II Directiva Comunitaria en materia de sociedades, lo

que podría ser impulsado en conexión con la reestructuración temprana de empresas y que, en su caso, conllevarían a su vez, en su transposición, reformas en el Derecho Español de Sociedades.

De otro lado, porque en el supuesto en que la propuesta de directiva finalmente no prosperase, lo que a mi entender resulta improbable, de un lado, constituye, conforme al art. 3.1 Cc (LA LEY 1/1889), un referente hermenéutico de relevante importancia en la interpretación, cobertura de lagunas y eventual reforma del Derecho Preconcursal Español, integrado por acuerdos de refinanciación y acuerdos extrajudiciales de pagos.

En efecto, sería en ese ámbito de “lege ferenda” comunitario en el que habría que encontrar, en su caso, los elementos interpretativos de nuestro Derecho Preconcursal, y no tanto en el convenio concursal, cuya naturaleza, función y significado dentro del sistema difiere radicalmente de aquél. Así lo han hecho, acertadamente, nuestros jueces de lo mercantil en diversas resoluciones y, recientemente, en un modo emblemático, con ocasión de la resolución de las impugnaciones a la homologación del acuerdo de refinanciación de Abengoa, en la que se tomó como base, en gran medida, en la interpretación de nuestro Derecho, la entonces Recomendación de la Comisión Europea de 12 de marzo de 2014 (sentencia de 25 de septiembre de 2017 - LA LEY 127235/2017 - del Juzgado de lo Mercantil no. 2 de Sevilla).

Asimismo, y precisamente en conexión con la referida “transversalidad” consustancial a la reestructuración, el estudio y análisis de la propuesta de directiva sobre reestructuración temprana de empresas, aun en el supuesto en que no resultase aprobada, reabre debates sobre tradicionales paradigmas societarios contenidos en la II Directiva Comunitaria en materia de sociedades. Así, constituye la ocasión para reflexionar – una vez más – sobre la cuestionable función en la actualidad del capital social como técnica de protección de los acreedores, la función de la junta general de socios/accionistas y las conexiones entre el ejercicio de derechos políticos por los socios en dicha junta y el sustento económico de dicha participación, los deberes y en particular la diligencia exigida

a los administradores sociales en situaciones de insolvencia o proximidad a ésta, así como sobre el juego entre propiedad/control/responsabilidad y resolución de eventuales conflictos de mayoría/minoría societarios.

### **III. Presupuestos de la reestructuración en la propuesta de directiva**

El presupuesto objetivo, esto es, la situación económica en que ha de encontrarse el deudor para poder reestructurar su deuda, así como el presupuesto subjetivo de la reestructuración en el sentido de quienes pueden acceder al régimen legal de reestructuración temprana de su deuda y perímetro del pasivo involucrado en ésta, constituyen cuestiones esenciales en torno a toda reestructuración.

#### **1. Viabilidad económica**

En relación al presupuesto objetivo, en la propuesta de directiva la idea esencial es que no se trata en todo caso de reestructurar empresas en atención a las ventajas que ello conlleva frente a la liquidación concursal, sino sólo y exclusivamente aquellas que, aun cuando atraviesen dificultades financieras, sean viables conforme a un plan de viabilidad que redacta el deudor, debiendo procederse en otro modo, lo antes posible, a la liquidación de empresas que no sean viables o tengan pocas probabilidades de volver a ser viables (E.M. p. 15) (9).

Ello significa que el valor de la empresa en funcionamiento (*going concern*) sea superior al valor de la empresa en liquidación. No obstante, como es sabido, existen dos tipos de valor de liquidación, uno el de venta de la empresa en funcionamiento (venta de unidad productiva) o venta fragmentada o por parte de sus activos, suscitándose qué valor habría de tomarse como referencia en la reestructuración.

La propuesta de directiva es clara cuando establece que ha de ser tomado como referencia el valor de liquidación que resulte superior (art. 2.9 y Considerando 30 de la propuesta de directiva), que será presumiblemente en

muchos supuestos el de venta de la empresa en funcionamiento cuando ello sea posible.

Esta viabilidad parece conectarse, en el art. 1.a) de la propuesta de directiva, a la “probabilidad de insolvencia” (*likely insolvency*), lo que constituye un concepto jurídico indeterminado que no se dota de contenido en la propuesta de directiva, pero que se aproxima a una situación anterior a la insolvencia reconducible a nuestra insolvencia inminente (art. 2.3 LC - LA LEY 1181/2003), es decir una situación en la que el deudor prevé que no podrá cumplir regular y puntualmente sus obligaciones. No debe, no obstante excluirse la viabilidad en situaciones de insolvencia actual (apalancamiento financiero), y así parece entenderse en la propuesta de directiva (página 7 de la E.M.), en la que no se explicita, sin embargo, a estos efectos, de qué concepto de insolvencia habría de partirse (*balance sheet test/cash flow test*).

Que la reestructuración temprana sería también posible, en la propuesta de directiva, en situaciones de insolvencia actual, resultaría además confirmado en el art. 7 (1) - (3) d D de la propuesta de directiva, en el que, como se analizará más adelante, dentro de los incentivos a la reestructuración se regula la suspensión del deber del deudor de solicitar la declaración de un procedimiento concursal, “*salvo si el deudor fuera incapaz de pagar sus deudas*”, lo que presume la posibilidad de que un deudor insolvente, y no sólo con probabilidad de insolvencia, inicie un procedimiento de reestructuración.

Es precisamente sobre la base de esta acertada exigencia de viabilidad en la propuesta de directiva como se evitan interferencias, al menos en este aspecto, con el Derecho de la Competencia en el que uno de los principios básicos es, como es sabido, el crecimiento de las empresas eficientes a costa de las ineficientes.

No se altera, por tanto, en la propuesta de directiva sobre reestructuración temprana, la función de barrera de salida del mercado de empresas ineficientes a través de la “función de limpieza” asignada a la liquidación concursal, no manteniéndose en el mercado las que podríamos calificar como “empresas

zombies” (empresas muertas vivientes), condicionándose la reestructuración a la viabilidad económica de la empresa con arreglo a un plan de viabilidad (10).

Tema distinto son los mecanismos de control de dicha viabilidad, que en la propuesta de directiva operan a posteriori en la tradicional tensión consustancial a toda reestructuración entre celeridad/garantismo y mínima intervención judicial. Sobre la base de ello, sería posible poner en marcha un mecanismo de reestructuración, apoyado en la exclusiva afirmación por parte del deudor de la viabilidad de la empresa, lo que no es objeto de control a priori en el inicio de la reestructuración, pudiendo rebelarse posteriormente la empresa inviable, lo que constituye un riesgo que habría de abordarse y minimizarse en la medida de la posible en la propuesta de directiva.

## **2. Deudor refinanciable y perímetro de deuda refinanciable**

La idea de la Comisión, en la propuesta de directiva, no era diseñar mecanismos de reestructuración sólo para grandes empresas, no obstante admitirse la importancia y relevancia de éstas, en ocasiones incluso sistémica dentro del mercado.

Las Pymes, que representan el porcentaje mas elevado del tejido empresarial en algunos países europeos (98%) en los que son generadoras de cuatro de cada cinco empleos según datos publicados por la agencia estadística comunitaria (Eurostat) el pasado día 21 de noviembre de 2017, con ocasión de la Semana Europea de las Pymes, están presentes en la propuesta de directiva, al menos en el expositivo previo al articulado de la propuesta de directiva. En efecto, en el expositivo 13 se admite la necesidad de apoyar a estas empresas que tienen, como es sabido, dificultades para acceder a la financiación bancaria y en los mercados de capitales, no pudiendo además, en ocasiones, acudir al asesoramiento profesional, por los costes que ello implica. En este marco, se propugna la necesidad de crear “herramientas de alerta que avisen a los deudores de la urgencia de actuar”, así como la regulación de procedimientos de reestructuración a bajo coste “que puedan consultarse en línea”, desarrollándose

a nivel nacional “modelos de planes de reestructuración” que el deudor podría utilizar adaptándolos a sus necesidades y a las especificidades de sus empresas.

Tema distinto, sin embargo, es de nuevo el encaje de esta declaración de principios con su desarrollo a lo largo del articulado de la propuesta de directiva, en el que no se hace referencia alguna a las Pymes, ni a los referidos modelos de planes de reestructuración. Pensemos, además, que piezas como el “*cramdown*” o “*cross-classcramdown*”, en los que se apoya en gran medida la propuesta de directiva, están estructuralmente pensadas para grandes empresas aun cuando en la propuesta de directiva serían también aplicables a las Pymes al no haber previsión expresa en contrario. Ello puede dar lugar a eventuales “usos perversos” de los referidos mecanismos de reestructuración forzosa en supuestos de Pymes. Pensemos en sociedades cerradas, fuertemente conflictuadas en el tiempo, en las que se da la oportunidad, por la vía del “*cramdown*” y “*cross-classcramdown*” de imponer, por parte de la mayoría a la minoría, medidas de reestructuración que pueden, en su caso, “diluir” la participación del socio en la sociedad.

Lo que sí resultan expresamente excluidos del ámbito de la propuesta de directiva, son los deudores comprendidos en el art. 2 de la propuesta, dentro de los que se incluyen empresas de seguros, entidades de crédito, empresas de inversión y organismos de inversión colectiva, otras instituciones y entidades financieras enumeradas en el art. 1 de la Directiva 2014/59 (LA LEY 9347/2014) UE y las personas físicas que no tengan condición de empresario.

En lo que se refiere al perímetro de la deuda refinanciada, parece claro que se trata de procedimientos de reestructuración diseñados en relación a la “estructura de capital” (*capital structure*) como concepto financiero procedente del Derecho Norteamericano, en el que resultaría englobada la deuda a largo plazo. Capital y patrimonio, con exclusión del pasivo a corto plazo (acreedores comerciales, proveedores, créditos públicos - art. 2.2 de la propuesta de directiva). Ello resulta coherente con el presupuesto objetivo, al que se

condiciona la reestructuración temprana que conecta con deudores que, aún siendo viables, atraviesan dificultades financieras de fuerte apalancamiento, adecuándose, por tanto, en esta materia a la propuesta de directiva nuestra Disposición Adicional Cuarta de la LC (LA LEY 1181/2003) que se circunscribe a los titulares de pasivos financieros.

No obstante y partiendo de este marco, se deja libertad a los estados miembros para regular el perímetro de la deuda a refinanciar, pudiendo hacer el deudor "*cherry picking*".

#### **IV. Elementos claves en la regulación de la reestructuración temprana**

Sobre la base de los referidos presupuestos de aplicación, en la propuesta de directiva se recogen los elementos clave que han de ser regulados para incentivar y abordar con éxito una reestructuración temprana: mínima intervención judicial (art. 4 (2) d D); mantenimiento por el deudor de la gestión como incentivo para el inicio temprano de procedimientos de reestructuración (arts. 5 (1) d D - *debtor in possession*) paralización de ejecuciones, con el fin de propiciar la negociación de un acuerdo de reestructuración, incluso respecto de garantías reales, con exclusión de los trabajadores (art. 6 d D); suspensión del deber del deudor de solicitar un procedimiento judicial de insolvencia, a menos que éste sea incapaz de pagar sus deudas a su vencimiento (arts. 7 (1), (3) d D); terminación o modificación de contratos ejecutivos, trasladándose a este ámbito algunas de las normas reguladoras de los contratos en un escenario concursal (art. 7 (5) d D); plan de viabilidad (arts. 9, 12 d D); protección rescisoria en un eventual procedimiento judicial concursal si la reestructuración fracasa.

No obstante, si bien la regulación de estos aspectos incentivadores de la reestructuración temprana ha de ser valorada positivamente, el gran mérito de la propuesta es que establece la necesidad de que los estados miembros regulen el verdadero obstáculo con el que se va a encontrar toda reestructuración, esto es, la eventual resistencia a la reestructuración de los sujetos participantes en ésta (administradores sociales, acreedores y socios), en relación a soportar los

“sacrificios” que ello conlleva. Me refiero al problema de *“holdout”* o *“free riders”*, que puede afectar a los acreedores, así como a los socios de los que en ocasiones depende en última instancia la reestructuración, dado que en algunos ordenamientos, como el nuestro, es la junta el órgano competente para adoptar los acuerdos societarios base de la reestructuración (p.e., aumentos y reducción de capital, conversión de deuda en capital).

De otro lado, se establece también la conveniencia de introducir medidas que incentiven la adopción temprana por el administrador social de medidas encaminadas a evitar o minimizar los efectos de la insolvencia sobre los acreedores, como tradicionalmente se ha regulado en los modelos anglosajones.

Analizaremos brevemente la regulación de estos temas en la propuesta de directiva europea sobre reestructuración temprana, en la que se ha avanzado significativamente respecto de la Recomendación de la Comisión Europea de 12 de marzo de 2014 (LA LEY 3614/2014), al menos en tres temas relativos a la posibilidad de “reestructuraciones forzosas” y que no eran tratados en aquel ámbito: las “salvaguardas” para los acreedores, a los que se extienden los efectos de un acuerdo de reestructuración que no han aceptado, la implicación y “arrastre” de los accionistas en la reestructuración, que pueden ser considerados una clase de acreedores, así como el tratamiento de los contratos, aspecto éste del que no nos ocuparemos en esta ocasión, remitiéndonos a la doctrina especializada en esta materia.

### **1. Acreedores: clases y arrastre**

Una de las piezas clave de la propuesta de directiva europea sobre reestructuración temprana es la posibilidad de regulación de una “reestructuración forzosa” frente a los acreedores agrupados en clases, considerándose a los socios/accionistas como una clase de acreedores a los que, como se analizará más adelante, se puede, en su caso, “imponer” la reestructuración, a través del denominado *“cramdown”* y *“cross-classcramdown”*, piezas clave del Derecho Norteamericano sobre

reestructuraciones.

En efecto, las eventuales “resistencias” de los acreedores se tratan de neutralizar mediante la extensión de los efectos del acuerdo de reestructuración a los acreedores disidentes o no participantes dentro de cada clase (*cramdown*) y en relación a las distintas clases de acreedores, incluyendo a los socios, sin que sea necesario que el plan se acepte por todas las clases de acreedores para que el acuerdo pueda ser objeto de homologación judicial (*cross-classcramdown* - arts. 11 y 12 de la propuesta de directiva). Se condiciona, por tanto, la reestructuración forzosa a la concurrencia de las mayorías legalmente exigidas para ello y siempre que el acuerdo sea objeto de homologación judicial (*confirmation*) o por una autoridad administrativa.

Se superan así tradicionales paradigmas del Derecho Privado, como el principio de la relatividad contractual o el principio “*pacta sunt servanda*”, encontrando ello en gran medida su justificación en un planteamiento contractualista de resolución de las dificultades económicas de un deudor, sobre la base de la aceptación por los acreedores y de ahí la exigencia de unas mayorías legales, lo que resulta coherente con aquellos en los que el origen de sus créditos es contractual y, en menor medida, respecto de acreedores cuyos créditos no tienen ese origen (p.e., acreedores involuntarios). Como contrapartida, en la propuesta de directiva se incorporan mecanismos de protección de los acreedores, que se vean “arrastrados” por los efectos de acuerdo de reestructuración, sobre la base de la división de acreedores en clases y en este ámbito los principios “*the best interest of creditors*”, la “*absoluty priority rule*” y el “*fairness test*” como guías para el órgano jurisdiccional en la homologación o configuración del acuerdo. Asimismo, se establecen adecuadas “salvaguardas” de los derechos de los acreedores a través de adecuados mecanismos de impugnación.

Se incorporan así, con ello, a la propuesta de directiva los principios clásicos de la reestructuración en Derecho Norteamericano.

En virtud del “*best interest of creditors*”, al que ya se ha hecho referencia, los

acreedores no deberían resultar más beneficiados en un escenario de liquidación que en la reestructuración, lo que, como se ha analizado, concurrirá cuando la empresa sea viable.

De otro lado, en virtud de la *"absolute priority rule"* ha de respetarse en el arrastre de clases el orden de prelación convencionalmente acordado entre las clases, teniendo las clases de mayor rango (senior) preferencia.

Finalmente, en virtud del *"fairness test"*, que constituye también en los modelos anglosajones una salvaguarda de los acreedores, que conecta con la idea del "sacrificio desproporcionado" presente en la Disposición Adicional Cuarta de la Ley Concursal (LA LEY 1181/2003) Española.

En relación a la regulación de "salvaguardas" de los acreedores afectados por el "arrastre", se manifiesta en este ámbito en la propuesta de directiva y como no podía ser de otro modo, la "tensión" propia de toda reestructuración entre el garantismo, a través de la regulación de las referidas "salvaguardas" y la rapidez y el carácter expeditivo consustancial a toda reestructuración.

En este marco, ha de resaltarse que el "garantismo" no puede conducir a alargar en el tiempo los procedimientos de reestructuración a modo de los procedimientos concursales.

Por ello, en la propuesta de directiva se admite la posibilidad de salvaguardas "a priori" (objeción previa y posterior confirmación judicial) o "ex post" (arts. 13 a 15 de la propuesta), que permitan cohonstar el garantismo con la "rapidez" necesaria en toda reestructuración.

Así, en el art. 15.1 de la propuesta, se establece que *"los estados miembros velarán porque las decisiones relativas a la confirmación de un plan de reestructuración adoptadas por un órgano jurisdiccional puedan ser recurridas ante una instancia judicial de rango superior"*.

Asimismo, se establece la necesidad de que *"los recursos sean resueltos con celeridad"* (art. 9.2) y que *"carezcan de efectos suspensivos sobre la ejecución del plan"* (art. 9.3), regulándose además los efectos o consecuencias de dicha impugnación con éxito. Así, se admiten dos posibilidades: que *"el órgano*

*jurisdiccional que resuelva el recurso anule el plan de reestructuración"* (art. 15.4.a) o que *"confirme el plan, manteniendo sus efectos concediendo una indemnización a favor de los acreedores discrepantes a pagar por el deudor o por los acreedores que votaron a favor del plan"* (art. 15.4.b). Se opta así por el modelo alemán de impugnación, sin que, sin embargo, se resuelva la fijación del criterio para determinar la cuantía de dicha indemnización, lo que debería modularse en cada derecho interno.

## **2. Deberes de los administradores en la proximidad a la insolvencia**

En la propuesta de directiva sobre reestructuración temprana se persigue, asimismo, incentivar a los administradores sociales en la adopción de medidas que minimicen los daños de la insolvencia frente a los acreedores (considerando 36 y artículo 18 de la propuesta).

Así, en el art. 18 de la propuesta se establece que *"... los estados miembros establecerán normas que garanticen que, ante una probabilidad de insolvencia, los directivos adoptarán medidas inmediatas para reducir al mínimo las pérdidas para los acreedores, accionistas, trabajadores y otras partes interesadas, teniéndose en cuenta los intereses de los acreedores y otras partes interesadas (stakeholders) adoptando medidas razonables a fin de evitar la insolvencia y evitando conductas deliberadas o negligencias graves que pongan en peligro la viabilidad de la empresa"*.

Con ello, de nuevo parece seguirse el modelo anglosajón, en el que ha sido tradicional la configuración – al margen del deber legal de solicitud de un procedimiento concursal – de un marco fiduciario de deberes de los administradores sociales frente a los acreedores cuando la sociedad es insolvente o esté próxima a ésta, sobre la base de la consideración de que en estos supuestos serían los acreedores y no los socios quienes estarían en realidad asumiendo el riesgo de continuación de la actividad empresarial. El fundamento de estos deberes se ha situado en un ámbito jurisprudencial en modelos como el norteamericano (*trust fund doctrine, insolvency exception*) y

en un ámbito legal en el Derecho Inglés (*wrongful trading* ex art. 214 de la Insolvency Act) (12). Es precisamente en este ámbito en el que se explican las denominadas “reglas de solvencia” o “test de solvencia”, que partiendo de esos deberes de los administradores sociales de previsión y, en su caso, minimización de la extensión de los efectos de la insolvencia frente a los acreedores, sitúan el límite para la distribución de resultados en protección de los acreedores, no tanto en los tradicionales principios del capital social (capital mínimo, principio de correspondencia mínima), cuanto en la solvencia actual o inminentemente futura de la sociedad, en un sentido amplio de activo y liquidez suficiente para satisfacer las obligaciones a su vencimiento (13).

### 3. La implicación del capital en la reestructuración

No obstante la importancia de los aspectos analizados hasta ahora en torno a la regulación de la posibilidad de reestructuraciones forzosas, puede sostenerse que uno de los elementos clave de la propuesta de directiva sobre reestructuraciones, en los que se avanza respecto de la Recomendación de 12 de marzo de 2014 (LA LEY 3614/2014), sobre un nuevo enfoque al fracaso empresarial, es en el tema relativo a la implicación del capital en la reestructuración, regulándose la posibilidad de reestructuración forzosa también respecto de los socios como categoría de acreedores residuales (reorganización de la estructura de capital).

Así, la idea central en la que se apoya la propuesta de directiva es, de un lado, que el Derecho de sociedades no puede constituir un obstáculo a la reestructuración, y en particular los arts. 19 apartado 1 (LA LEY 19003/2012), 29 (LA LEY 19003/2012), 34 (LA LEY 19003/2012), 35 (LA LEY 19003/2012), 40 apartado 1 letra b) (LA LEY 19003/2012), 41 apartado 1 (LA LEY 19003/2012), y 42 de la Directiva 2012/30 UE (LA LEY 19003/2012), cuya posibilidad de revisión y reforma se anuncia. De otro, que los accionistas *“no pueden bloquear sin razón”* la adopción de planes de viabilidad que permitirían que el deudor recuperase la viabilidad (expositivo 29 y art. 12.2 de la propuesta). En este

sentido, se establece, acertadamente, que la adopción del plan de reestructuración no debe estar supeditada al acuerdo de los “socios desfavorecidos”, en el sentido de que, sobre la base de la evaluación de la empresa no recibirían ningún pago, ni ninguna retribución, si se aplicase la jerarquización normal de las prioridades de liquidación (art. 391.2 LSC - LA LEY 14030/2010), lo que acontecería en situaciones en que el “equity” es cero.

Subyace, por tanto, a esta propuesta una fundamentación económica que conecta el ejercicio por el socio, en la junta, de derechos políticos y de control, al respaldo o sustrato económico de su acción/participación, encomendándose a la reestructuración preconcursal, previa valoración de la empresa, una función de “reordenación” o “reajuste” de la posición de los socios, no sólo en sus derechos sino también en sus deberes cuando la situación económica es de insolvencia o proximidad a esta, distinguiéndose entre “socios formales” (tienen la titularidad formal de la acción, pero sin sustrato económico) y “socios materiales”, que cuando el “equity” es cero, serían los acreedores en los que rompe el valor (“fulcrum”) que será el acreedor ordinario (14).

Y es éste probablemente uno de los temas de la propuesta de directiva en los que la teoría económica anglosajona puede entrar en colisión con el “anquilosamiento” del Derecho Societario de algunos países miembros, al amparo de la II Directiva Europea en materia de sociedades.

En efecto, aun cuando puede considerarse un principio económico inmanente al derecho de las sociedades de capital, en el marco del referido art. 28 LSC, en Derechos como el Español, que el referido sustrato económico constituye el presupuesto de la competencia de los socios reunidos en junta para adoptar acuerdos sociales, su articulación jurídica puede “colisionar” frontalmente con paradigmas clásicos del Derecho de Sociedades (consideración del socio como “propietario” de la sociedad, articulación del marco de distribución de competencias entre junta general y administrador social, ...) (15).

En este marco, en la propuesta de directiva se deja a la elección de cada estado miembro “los distintos medios para alcanzar este objetivo”,

enumerándose a título ejemplificativo dos posibilidades: de un lado, no concesión en estos supuestos de un derecho de voto a los accionistas en relación a un plan de reestructuración, sin alteración del marco de competencias pero alterando en su caso los requisitos relativos a la junta general y derecho de suscripción preferente, con las correspondientes reformas en el Derecho de Sociedades; de otro, la posibilidad de que un órgano jurisdiccional o una autoridad administrativa confirme un plan de reestructuración sin el acuerdo de los socios, a través de un mecanismo de reestructuración forzosa, con la consiguiente alteración del marco de competencias.

#### **4. La nueva financiación en la reestructuración temprana**

Otro de los elementos clave en toda reestructuración temprana lo constituye la necesidad de incentivar la aportación de nueva financiación a las empresas en dificultades, dado que para reestructurar, en ocasiones, no es suficiente con la novación de créditos mediante quitas y/o esperas, sino que es necesaria la “inyección” de nueva financiación.

No obstante, esta “inyección” de financiación ha de incentivarse pues se aporta con un incremento del riesgo crediticio, dada la situación de proximidad a la insolvencia, o incluso concurrencia de ésta, en la que se encuentra el deudor.

Precisamente de esta materia se ocupan los arts. 16 y 17 de la propuesta, insertos en el Capítulo 4 que lleva por título *Protección de la nueva financiación, financiación provisional y otras operaciones relacionadas con la reestructuración*.

En este marco, se establece, en el art. 16 de la propuesta, un triple mecanismo de incentivación de la nueva financiación, a través de medidas de protección en la eventualidad en que finalmente la reestructuración no tenga éxito y sea declarado un procedimiento judicial de insolvencia.

De un lado, protección frente una eventual rescisión concursal en un procedimiento concursal judicial declarado, en el que se revisen los actos realizados por el deudor en el período anterior a la declaración del concurso, en

el supuesto en que finalmente la reestructuración fracase *“a menos que tales operaciones se hayan llevado a cabo de manera fraudulenta o de mala fe”*.

De otro lado, reconocimiento legal de un privilegio de *“fresh money”* en sede de clasificación concursal de créditos, con un derecho del financiador a recibir el pago con prioridad en relación a otros acreedores con pretensiones iguales o superiores sobre los activos. Ello se traduciría en una calificación concursal de la *“nueva financiación”* alcanzado el acuerdo y *“financiación provisional”* durante el período en que se está negociando el acuerdo *“como mínimo”* en un grado superior al de los créditos de los acreedores ordinarios no garantizados.

Ello, no obstante, conlleva una alteración de la clasificación crediticia convencionalmente acordada, que sólo resultaría justificada comprobada la *“viabilidad”* del deudor, lo que sin embargo, como se ha analizado, no acontecerá *“a priori”* sino *“a posteriori”*, en una de esas *“contradicciones internas”* de la propuesta de directiva que trata de conciliar *“celeridad”* y mínima intervención judicial, lo que puede conllevar alteraciones de la clasificación crediticia *“injustificadas”*, causando un perjuicio injustificado a los acreedores preexistentes frente al dinero nuevo si la empresa finalmente no es viable. Nos encontramos así con una de esas *“contradicciones internas”* de la propuesta, que trata de conciliar *“celeridad”* y mínima intervención judicial.

## **V. La adaptación del derecho preconcursal español a la Directiva sobre reestructuración temprana**

Puede sostenerse que el Derecho Concursal Español constituye uno de los modelos de la UE que con mayor celeridad se ha adaptado al nuevo paradigma reestructurador europeo.

En efecto, desde el año 2009 – y, por tanto, con anterioridad incluso a la propuesta de directiva de 12 de marzo de 2014 sobre un nuevo enfoque al fracaso empresarial – se abordaron en Derecho Español reformas que se intensificaron en el período comprendido entre 2011-2015 (16), siendo el modelo de reestructuración por el que se opta en la propuesta de directiva, desde un

punto de vista estructural, bastante parecido al vigente en el Derecho Español (17).

Este gran avance legislativo de nuestro Derecho en materia de reestructuración temprana de empresas en crisis ha venido, en ocasiones, impulsado por el papel activo de los magistrados y jueces de los mercantil en España, en relación a importantes y relevantes acuerdos de refinanciación (Celsa, Nozar, Panrico, Eroski y, más recientemente, Abengoa, que en estos momentos constituye un *“leading case”*), adelantándose a reformas legales que en ocasiones han tomado como punto de partida dichas resoluciones, lo que ha propiciado el uso en el sistema de los acuerdos de refinanciación, en particular en su modalidad homologada (18).

No obstante, la aprobación, en su caso, de la propuesta de directiva europea sobre reestructuración temprana conllevará la introducción de reformas en la Ley Concursal Española, en la medida en que la regulación de los institutos preconcursales de reestructuración no se adapte al texto europeo, a lo que se añade la necesaria adaptación de los preceptos de la referida Ley Concursal relativos a Derecho Internacional Privado, a la nueva versión del Reglamento Europeo de Insolvencia Transfronteriza de 2015, que entró en vigor el 26 de junio de 2017.

Aun cuando en el momento en que se apruebe la propuesta de directiva sobre reestructuración temprana tiempo habrá para reflexionar sobre estos temas, dado el período transitorio de adaptación que acompañará a dicha aprobación y sin perjuicio de otras reformas “menores” sobre las que en ocasiones se ha pronunciado la doctrina (19), la gran asignatura pendiente de nuestro Derecho Preconcursal de Reestructuraciones la constituye, de un lado, la formación de clases de acreedores y, en este marco, la consideración de los socios como una clase de éstos, con posibilidad de resultar afectados por una reestructuración forzosa y, de otro lado, el establecimiento de adecuadas “salvaguardas” para los acreedores.

Como se ha adelantado, la involucración del capital en la reestructuración,

incluso por vías forzosas, constituye el gran tema presente en la propuesta de directiva europea, que podría conllevar en nuestro Derecho una correlativa reforma en nuestro Derecho de Sociedades, en función de la opción de política legislativa que se adoptase de entre las analizadas soluciones posibles ofrecidas en la propuesta de directiva.

En efecto, en la regulación de los acuerdos homologados de refinanciación, en Derecho Español no se acoge formalmente y en un modo expreso el concepto de división de acreedores en clases a los efectos de la homologación judicial, aun cuando tampoco puede decirse que en nuestro Derecho esté absolutamente ausente dicha división. En efecto, de un lado, en la valoración del sacrificio desproporcionado en supuestos de impugnación de acuerdos homologados de refinanciación, los jueces así lo están apreciando, valorando dicho sacrificio en ocasiones en relación a las distintas clases de acreedores; De otro lado, una implícita formación legal de clases parece subyacer en nuestro Derecho a la posibilidad contemplada en la DA 4ª LC (LA LEY 1181/2003) de que los acreedores titulares de pasivos financieros garantizados si cuentan con las mayorías exigidas puedan imponer un acuerdo de refinanciación a los acreedores no garantizados, extendiéndose sus efectos en contra de la voluntad de éstos, concurriendo las mayorías exigidas y previa valoración del crédito, lo que conlleva claramente un plan con arrastre de clases (*cross-class cramdown*).

Parece, por tanto, que las clases de acreedores de las que parece partirse implícitamente en la DA 4ª LC, a los efectos de la homologación, serían los acreedores con o sin garantía, distinguiéndose respecto de los primeros acreedores con garantía excedida o no excedida.

No obstante, ello no resulta suficiente y debe avanzarse en nuestro Derecho en la regulación legal de la formación de clases de acreedores, que constituye una pieza clave en la propuesta de directiva y presupuesto de la reestructuración forzosa, a través del "*cramdown*" y "*cross-class cramdown*". El tema de la formación de clases de acreedores a los efectos de la reestructuración es complejo y así se ha puesto de manifiesto, en conexión con los "*schemes of*

*arrangement*", en relación con los cuales la formación de clases constituye uno de los temas de mayor litigiosidad en ese Derecho. Y es que la formación de clases de acreedores en nuestro Derecho requerirá de un previo debate sobre el criterio de formación de éstas, que en modo alguno puede hacerse coincidir con la clasificación de créditos presente en el art. 89 LC (LA LEY 1181/2003), y que en la propuesta de directiva sobre reestructuraciones tempranas parece situarse en el concepto de "interés", integrándose por acreedores cuyos derechos sean suficientemente parecidos como para tener "intereses comunes".

Lo que sí parece claro, a mi entender, es que entre estas clases de acreedores deben situarse los socios como acreedores residuales (art. 391.2 LSC - LA LEY n.14030/2010) cuota de liquidación condicionada a la previa satisfacción íntegra de todos los acreedores), que en determinadas ocasiones y bajo determinados requisitos han de poder ser también "arrastrados" en una reestructuración forzosa, lo que constituye otro de los pilares básicos de la propuesta de directiva sobre reestructuración.

Ello supondría un importante cambio respecto de la situación actual de nuestro Derecho, en la que los socios, en muchas ocasiones, tienen la última palabra en el ámbito de la reestructuración, dependiendo de ellos la adopción de los acuerdos sociales base para la reestructuración (p.e., conversión de deuda en capital o modificaciones estructurales).

Es cierto que en nuestro Derecho esta línea de involucración de capital en la reestructuración ya se inició con la introducción del art. 165.1 en la LC (LA LEY 1181/2003), en sede de calificación concursal, y la responsabilidad concursal del socio, en el marco de una eventual sección de calificación por "obstaculización" injustificada de la conversión de deuda en capital.

No obstante y como hemos puesto de manifiesto en otras ocasiones (20), ello constituye un incentivo negativo a la reestructuración y además insuficiente, pues, de un lado, sanciona eventualmente al socio sólo en el caso en que el concurso se declare y sea culpable, y de otro, no consigue el objetivo perseguido, que sería hacer posible la reestructuración.

Debería, por tanto, darse un paso más y optarse, previo debate doctrinal y jurisdiccional, por alguna de las posibilidades presentes en la propuesta de directiva, esto es, alteración de competencias o sin alteración de competencias de la junta excepcionar el necesario acuerdo de la junta en determinados supuestos, lo que explicitaría en nuestro Derecho la “reordenación” de la posición de los socios, encomendada a los institutos de reestructuración preconcursal, en escenarios de insolvencia o proximidad a ésta, sobre la base de la distinción, a la que ya se ha hecho referencia, entre socio formal y socio material.

De otro lado, y como contrapartida de la reestructuración forzosa, habría de avanzarse en nuestro Derecho en las “salvaguardas” de los acreedores, que, en su ausencia o contra su voluntad, se ven “arrastrados” por los efectos de un acuerdo homologado de refinanciación.

En efecto, la solución prevista en la Ley Concursal Española de resolución en una única instancia de la impugnación de la homologación y la solicitud de declaración de incumplimiento del acuerdo homologado de refinanciación no “cuadra” con la propuesta de directiva europea sobre reestructuración temprana, como acertadamente se ha puesto de manifiesto recientemente en la sentencia de 25 de septiembre de 2017 (LA LEY 127235/2017) del Juzgado Mercantil no. 2 de Sevilla, con motivo de la resolución de las impugnaciones presentadas a la homologación del acuerdo de refinanciación de Abengoa.

En efecto, en el art. 15 de la propuesta de directiva se establece, como se ha analizado, la necesidad de que la homologación (*confirmation*) de un acuerdo de reestructuración pueda ser recurrida ante una instancia judicial superior, lo que, de un lado, constituiría una “salvaguarda” de los acreedores como contrapartida de la reestructuración forzosa y, de otro lado, permitiría de algún modo la unificación de criterios jurisprudenciales.

Es cierto que ello puede incrementar la litigiosidad y que no se trata de trasladar al ámbito de la reestructuración preconcursal los problemas conectados al “garantismo” de nuestros tradicionales procedimientos concursales. No obstante, hay vías para evitarlo, de un lado, no teniendo efectos

suspensivos el recurso, como se establece en la propuesta de directiva (art. 9.3 de la propuesta de directiva) y, de otro lado, incorporando mecanismos para evitar eventuales “usos abusivos de los recursos”, como, por ejemplo, la imposición al recurrente sin éxito de la obligación no sólo de indemnizar daños y perjuicios sino también de abonar una “compensación razonable” si el recurso es desestimado, en un modo paralelo a lo que se regula en el art. 21 de la Ley Concursal 22/2003 (LA LEY 1181/2003) (21).

De otro lado, es necesario regular legalmente cuáles serían los efectos conectados al éxito de la impugnación, que serían trasladables, en su caso, a supuestos de incumplimiento.

En efecto, en nuestro Derecho no se regulan dichos efectos, frente a lo que se establece en el art. 9.3 de la propuesta de directiva, que, como se ha adelantado, establece la necesidad de regular los efectos o consecuencias de la impugnación con éxito (anulación del plan o confirmación del plan, regulándose una indemnización a favor de los acreedores discrepantes a pagar por el deudor).

Y el vacío legal en esta materia se ha puesto de manifiesto en la resolución de las impugnaciones presentadas a la homologación del acuerdo de refinanciación de Abengoa (sentencia de 25 de septiembre de 2017 - LA LEY 127235/2017 - del Juzgado de lo Mercantil no. 2 de Sevilla).

En dicho auto, el juez, cubriendo acertadamente la laguna legal existente en nuestro Derecho, mantiene la vigencia de la homologación del acuerdo, no desactivándolo en su totalidad, sino tan solo en sus efectos respecto de los acreedores impugnantes con éxito, lo cual es coherente con la naturaleza de estos acuerdos como “contratos unidos o coaligados” con causa común situada en la reestructuración (22), lo que permite su desactivación parcial, esto es, que no resulten sometidos a los efectos del acuerdo homologado los acreedores impugnantes con éxito.

Se opta así por una solución que, ante el silencio legal sobre la materia, permite mantener la homologación, propiciándose con ello la reestructuración, aun cuando la “liberación” de los acreedores impugnantes les deja expedita la

vía de la solicitud de declaración de un concurso de acreedores aun cuando – a mi entender – con escasas posibilidades de éxito.

En efecto, el acreedor solicitante del concurso habría de probar necesariamente uno de los hechos enumerados taxativamente en el art. 2 LC (LA LEY 1181/2003) no concurriendo el sobreseimiento generalizado en los pagos, subsistiendo un acuerdo de refinanciación homologado en el que un relevante porcentaje del pasivo ha aceptado una novación modificativa de sus créditos, pudiendo incluso plantearse un posible abuso de derecho en dicha solicitud (23).

La confirmación de la homologación del plan de refinanciación con “desactivación parcial” de sus efectos, encontraría además, a mi entender, cabida dentro de las alternativas ofrecidas en la propuesta de directiva sobre reestructuración temprana, difiriendo no obstante de ésta en la ausencia de reconocimiento al acreedor impugnante con éxito de una indemnización. En efecto, en el art. 15.4.b) de la propuesta de directiva, las opciones se sitúan entre la anulación del plan o continuación de éste, con reconocimiento de indemnización a favor del acreedor impugnante con éxito a pagar por el deudor o los acreedores que votaron a favor del plan, sin que se regule el criterio de fijación de la cuantía de la indemnización, ni de imputación del pago de la indemnización al deudor o a los acreedores.

## BIBLIOGRAFÍA

- R. ALONSO GARCÍA, *El soft law comunitario*, en *Revista de Administración Pública* n.154/2001, pp. 63-94.
- F. AZOFRA, *La homologación judicial de acuerdos de refinanciación*, ed. Reus, Madrid 2016.
- C. DE CÁRDENAS SMITH, *Presente y futuro de la homologación judicial de los acuerdos de refinanciación*, *Diario La Ley* de 9 de enero de 2017.
- J. GARCÍA MARRERO, *Acuerdos de refinanciación*, en AA.VV., *Manual de Derecho Concursal*, Dir. Pulgar Ezquerro, Madrid 2017.
- F. GARCIMARTÍN ALFÉREZ, *La propuesta de directiva europea sobre reestructuración y segunda oportunidad (IV)*, *Almacén de Derecho*, 29 noviembre de 2016.
- J.M. GARRIDO, *Capital social y reglas de solvencia*, en AA.VV., *Liber Amicorum J.L. Iglesias*, coord. Javier García de Enterría 2014, pp. 519 y ss..
- A. GURREA MARTÍNEZ, *The avoidance of pre-bankruptcy transactions: an economic and comparative approach (Instituto Iberoamericano de Derecho y Finanzas [IIDF], Working Paper series 10/2016, Trabajo premiado por el International Insolvency Institute en 2017, vid. en [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=284510](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=284510)*.
- F. MARÍN DE LA BÁRCENA, *Deberes y responsabilidad de los administradores ante la insolvencia de las sociedades de capital*, *RdS* 24/2005, pp. 91-120.
- C. PAULUS, *Reestructuración empresarial y Derecho de la Competencia, El Derecho Europeo en busca de un equilibrio*, *RcP* 23/2015, pp. 319-329.
- J. PAYNE, *Cross-border schemes of arrangement and Forrum Shopping*, 14 *EBOR* 2013, p. 563.
- J. PULGAR EZQUERRA, *Derecho Europeo de Reestructuraciones Empresariales y Derecho de la Competencia*, en *Revista Española de Derecho Europeo* 60, octubre-diciembre 2016, pp. 13-47;  
*Holdout accionarial, reestructuración forzosa y deber de fidelidad del socio*, en *RcP* 27/2017, pp. 43-67;  
*La reforma del Derecho Concursal Español y Comparado*, Madrid 1992.  
*Preconcurso y reestructuración empresarial*, 2ª edición, Madrid 2016;  
*Protección de las refinanciaciones de deuda frente a solicitudes de concurso necesario, sobreseimiento en los pagos y comunicación ex art. 5.3 LC, el marco*

del Real Decreto-Ley 3/2009, en RcP 11/2009, pp. 45-59;  
*Reparto legal mínimo de dividendos: protección de socios y acreedores (solvency test)*, en RDBB 147, julio-septiembre 2017, pp. 139-178.

E. RECAMÁN GRAÑA, *Los deberes y la responsabilidad de los administradores de sociedades de capital en crisis*, en *Monografía 45 asociada a la Revista de Derecho de Sociedades (RdS)*, Aranzadi.

A. THERY MARTÍ, *Los marcos de reestructuración en la propuesta de directiva de la Comisión Europea de 22 de noviembre de 2017 (I)*, en RcP 27/2017, pp. 513-549;

*Los marcos de reestructuración en la propuesta de directiva de la Comisión Europea de 22 de noviembre de 2016 (I) (II)*, en RcP 27/2017 y 28/2017.

I. TIRADO MARTÍ, *Intervención en el Seminario Internacional sobre «La propuesta de directiva sobre marcos de reestructuración preventiva»*, celebrado en la Real Academia de Jurisprudencia y Legislación, sección mercantil, el 21 de marzo de 2017.