

02 MAR 2022

# Revista de Derecho Mercantil

CIVITAS

---

## **Este PDF contiene**

**1. Reestructuraciones preconcursales forzosas: el mejor interes de los acreedores (JUANA PULGAR EZQUERRA), p.RR-1.1**

**II. La protección individual de acreedores afectados en la directiva UE 2019/1023, p.RR-1.2**

**2. Definición, legitimación subjetiva y fundamento económico de la prueba del mejor interés de los acreedores, p.RR-1.3**

**3. El elemento comparador: cuota de liquidación concursal versus el mejor escenario alternativo, p.RR-1.4**

**4. El control de la prueba del mejor interés de los acreedores: la impugnación del plan, p.RR-1.5**

# Revista de Derecho Mercantil

2022

Número 323 (Enero-Marzo 2022)

Estudios

1. Reestructuraciones preconcursales forzosas: el mejor interes de los acreedores (JUANA PULGAR EZQUERRA)

## Estudios

### 1 Reestructuraciones preconcursales forzosas: el mejor interes de los acreedores

---

Binding restructuring plans: the best interest of creditors

**JUANA PULGAR EZQUERRA**

*Catedrático de Derecho Mercantil. Universidad Complutense de Madrid*

**ISSN 0210-0797**

**Revista de Derecho Mercantil 323**

**Enero - Marzo 2022**

#### Sumario:

- I. La finalidad de los marcos de reestructuración preventiva versus holdout de acreedores
- II. La protección individual de acreedores afectados en la directiva UE 2019/1023
  1. La prueba del mejor interés de los acreedores y las mayorías exigidas en la aceptación del plan de reestructuración
  2. Definición, legitimación subjetiva y fundamento económico de la prueba del mejor interés de los acreedores
  3. El elemento comparador: cuota de liquidación concursal versus el mejor escenario alternativo
  4. El control de la prueba del mejor interés de los acreedores: la impugnación del plan
    - 4.1. Control ex post a instancia de parte
    - 4.2. La prueba del mejor interés de los acreedores y los efectos de la impugnación con éxito de un plan de reestructuración
- III. La transposición de la directiva al derecho español: la individualización de la prueba del mejor interés de los acreedores
  1. La evolución jurisprudencial y legal en la configuración de mecanismo individuales de protección de acreedores

2. La delimitación conceptual de la prueba del mejor interés de los acreedores
3. La opción por el elemento comparador en el proyecto de modificación del texto refundido de la ley concursal: la hipotética cuota de liquidación concursal
  - 3.1. El cálculo de la cuota de liquidación del acreedor disidente o no participante afectado
  - 3.2. La cuota de reestructuración y su reparto
4. El control de la prueba del mejor interés de los acreedores: la oposición y la impugnación del plan
5. Supuestos particulares de aplicación de la prueba del "mejor interés de los acreedores"
  - 5.1. Créditos de derecho público
  - 5.2. Créditos con garantía real
  - 5.3. Socios y cuota de liquidación

#### IV. Bibliografía

#### RESUMEN:

La Directiva UE 2019/1023 recoge la clásica prueba anglosajona del "Best-interest-creditors-test", que significa que ningún acreedor disidente y afectado por un plan de reestructuración puede ser peor tratado en un escenario de reestructuración preconcurso que en una eventual liquidación concursal o en su caso en el mejor escenario por el que también permite optar la directiva como escenario comparador alternativo. El presente trabajo tiene por objeto analizar partiendo de la regulación contenida en la directiva, el modo en que dicha prueba se proyecta transponer a nuestro derecho en el proyecto de modificación del texto refundido de la ley concursal, así como los principales problemas que en la práctica plantea la aplicación de esta prueba en particular respecto de créditos de derecho público, dotados de garantía real y socios.

**PALABRAS CLAVE:** Planes de reestructuración - El mejor interés de los acreedores - Cuota de liquidación - Mejor escenario alternativo - Acreedores de derecho público - Acreedores con garantía real - Socios - Valoración de la compañía

#### ABSTRACT:

The Directive EU 2019/1023 introduces the Anglo-Saxon "Best-Interest-of-creditors-test", that should be applied when a plan needs to be confirmed in order to be binding for dissenting creditors. It means that no dissenting creditor is worse off under a restructuring plan that it would be either in the case of liquidation, whether piecemeal liquidation or sale of the business as a going concern, or in the event of the next-best-alternative scenario. This paper focuses on the analysis of the most significant provisions on the best interest test in the new insolvency Act (Spanish Draft Bill) and the legislative policy decisions that inform them. It also includes some considerations on the identification of the difficulties in practice for the application of this test, above all in front public institutional creditors, equity holders and secured creditors.

**KEYWORDS:** Restructuring plans - Equity holders - Best-interest-of-creditors-test - Next-best-alternative scenario - Public institutional creditors - Secured creditors - Desktop valuation - Insolvency liquidation - Valuation fights

## I. LA FINALIDAD DE LOS MARCOS DE REESTRUCTURACIÓN PREVENTIVA VERSUS HOLDOUT DE ACREEDORES

La publicación el día 26 de junio de 2019 de la directiva UE 2019/1023 del Parlamento

Europeo y del consejo de 20 de junio de 2019 sobre marcos de reestructuración preventiva y mecanismos de segunda oportunidad, ha representado entre otros aspectos, un hito importante en el proceso de armonización del derecho de la insolvencia en la Unión Europea por vías distintas a los tradicionales procedimientos judiciales de insolvencia.

En efecto, desde hace ya algún tiempo dicha armonización constituye un objetivo de la Comisión Europea, dado el fórum shopping que ello conlleva y el fracaso del actual diseño de los procedimientos concursales, que en un porcentaje elevado conducen a la liquidación de la compañía, con la consiguiente destrucción de valor empresarial, a lo que se añade la incidencia negativa que la ausencia de dicha armonización tiene entre otros aspectos en el proceso de unión de los mercados de capitales y de la unión bancaria.

Con la aprobación de esta directiva el “mensaje” que de algún modo transmite implícitamente la Comisión es que el referido proceso de armonización del derecho de la insolvencia en un sentido amplio se va a afrontar en un grado mínimo (mínima armonización) y de forma escalonada, comenzando por los marcos preventivos de reestructuración de empresas con dificultades financieras pero económicamente viables (valor en funcionamiento superior al valor de liquidación), cuyo funcionamiento se persigue mantener evitando la declaración de un procedimiento concursal judicial y el consiguiente estigma que ello conlleva<sup>1)</sup>.

Es cierto que la regulación desde hace ya algún tiempo, en particular en los ordenamientos anglosajones de mecanismos preventivos de reestructuración de empresas en crisis, parece estar dando lugar a un derecho propio a modo de tertium genus entre el derecho de sociedades y el derecho concursal tradicional<sup>2)</sup>. Ello ha llevado a un relevante sector doctrinal europeo a plantear un debate sobre la sede societaria o concursal desde la que afrontar dicha reestructuración dada la transversalidad de las medidas que se pueden adoptar en este ámbito<sup>3)</sup>, habiéndose caracterizado tradicionalmente el modelo de reino unido por la regulación de los schemes of arrangement, como mecanismo de reestructuración preventivo en el marco de la normativa societaria y no concursal.

Nada se establece en la directiva UE 2019/1023 sobre la sede en la que abordar la regulación de los marcos preventivos de reestructuración. No obstante, en estos momentos por razones de coherencia sistemática y conceptual, entendemos que la transposición de la directiva UE 2019/1023 debería hacerse desde textos concursales y no societarios<sup>4)</sup> y de hecho, así ha acontecido en modelos como el holandés o el alemán en los que la transposición de la directiva se ha acometido en títulos autónomos de la normativa concursal.

Esta opción resulta justificada, de un lado, por la propia denominación de la directiva sobre reestructuración e insolvencia y la coincidencia entre el presupuesto objetivo de estos marcos y el de los procedimientos concursales, con la viabilidad como elemento definidor del ámbito de aplicación de unos y otros. De otro lado, las conexiones entre esta directiva y el reglamento CE n.º 1346 /2000 del Parlamento Europeo y del Consejo de insolvencia transfronterizo que en su versión de 20 de mayo de 2015 amplió su ámbito de aplicación también a los llamados hybrid proceedings enumerados en su anexo A y con ello el concepto mismo de procedimientos de insolvencia, determina la necesaria inclusión de estos marcos en el referido anexo A, para dotar de extraterritorialidad a las decisiones que en estos se adopten.

Ahora bien, la pregunta central que se plantea en torno a esta opción por la armonización de los mecanismos preventivos de reestructuración de empresas en crisis en la Unión Europea, que como se analizará conllevará la superación de tradicionales paradigmas de derecho privado y en ocasiones posibles restricciones de derechos de los acreedores afectados por la reestructuración, es si ello resulta justificado, es decir, por qué y para que reestructurar empresas y empresarios en dificultades económicas.

La respuesta a la pregunta “por qué” reestructurar parece clara: toda situación de dificultades económicas de un deudor con una pluralidad de acreedores, conlleva un conflicto de intereses diversos afectados por esta crisis (deudor, acreedores stakeholders y en particular los trabajadores)<sup>5)</sup>. En efecto, es precisamente en situaciones de insolvencia o proximidad a esta en las que puede surgir un conflicto entre los socios y el administrador social, pudiendo los primeros presionar al segundo para adoptar decisiones de riesgo con el fin de maximizar su posición con el consiguiente perjuicio para los acreedores. Así mismo, se activa la eventualidad del denominado tercer conflicto entre la compañía<sup>6)</sup> y los acreedores, así como con otros terceros (stakeholders), sin que quepa aludir en este contexto a los acreedores como un todo único, sino como una categoría heterogénea aglutinadora de distintas posiciones crediticias determinadas por el origen de estos (contractual, legal o extracontractual) y la posición, que en gran medida en función de las garantías de que se hayan dotado, ocuparían en un escenario de dificultades económicas preconcursal y concursal.

No obstante, ha de resaltarse que en puridad el conflicto entre la sociedad y los acreedores no es un conflicto que surja en este momento, existiendo potencialmente desde que por vía contractual o por otra vía, el acreedor se conecta a la sociedad, dado que el accionista busca la maximización de su inversión, en ocasiones con planteamientos cortoplacistas y, en otros, a largo plazo y los acreedores lo que buscan es satisfacer sus créditos con el patrimonio social. En este contexto, lo que, en principio, en tanto en cuanto la sociedad pueda cumplir regularmente sus obligaciones frente a los acreedores sociales, es un conflicto latente se activa precisamente en un contexto de dificultades económicas de la compañía próximas a la insolvencia y culmina con el acaecimiento en su caso de ésta cuando entra en juego el Derecho Concursal<sup>7)</sup>.

Desde estas premisas, incentivando la configuración y regulación legal de mecanismos de resolución de estos conflictos, de carácter esencialmente negociales-contractuales y con neutralización de los riesgos vinculados a este ámbito (exigencia de unanimidad y principio de relatividad contractual), al margen y en evitación de los tradicionales procedimientos concursales, se evitan o al menos minimizan los riesgos y costes temporales, económicos y reputacionales (estigma) asociados a aquellos procedimientos. Así mismo, se minimizan las pérdidas de puestos de trabajo y se preservan los elementos inmateriales vinculados a la actividad empresarial (fondo de comercio, know-how)<sup>8)</sup>.

Más difícil puede ser sin embargo la respuesta a la pregunta “en interés de quien/es reestructurar” porque ello enlaza con el ámbito de la finalidad encomendada en el sistema a los institutos en general y en particular a los de reestructuración preventivos, lo que conecta con los principios de política subyacentes a su regulación legal.

Si nos centramos en los considerandos de la Directiva UE 2019/1023, en una primera aproximación, la finalidad perseguida a través de estos marcos sería, como se ha adelantado asegurar la continuidad de empresas y empresarios económicamente viables y por tanto cuyo valor en funcionamiento sería superior a su valor en liquidación, pero atraviesan dificultades en principio financieras.

Ello sería compatible no solo con situaciones anteriores a la insolvencia (riesgo/probabilidad/inminencia) sino también con situaciones de insolvencia actual, en cuyo caso nos encontraríamos ante *marcos de reestructuración de remoción de la insolvencia a través de un plan de reestructuración*, que serían preventivos de la declaración de un procedimiento concursal<sup>9)</sup> y en particular de la liquidación concursal de empresas viables, siendo esta la solución en la que desembocan en la práctica la generalidad de los procedimientos concursales, al menos en modelos como el nuestro.

Así mismo, ello no conllevaría en modo alguno una distorsión injustificada del marco de

relaciones de estos mecanismos de reestructuración con los procedimientos de insolvencia y en particular con la liquidación concursal y con el derecho de la competencia, dado que se sitúa en la viabilidad de la compañía después de la reestructuración, el elemento definitorio de las relaciones entre estas áreas jurídicas,<sup>10)</sup> no conculcándose por tanto el principio básico de no crecimiento de empresas ineficientes a costa de las eficientes.

Se configuran así los marcos preventivos de reestructuración desde una perspectiva funcional, como mecanismos no tanto de expulsión del mercado de compañías, siendo esta la función tradicionalmente asignada a los procedimientos judiciales concursales, cuanto como mecanismos de mantenimiento en el mercado de compañías viables, a pesar de sus dificultades económico-financieras. Se busca por tanto, maximizar en un modo equilibrado el valor de la empresa viable para los acreedores, los socios como "propietarios" de la compañía y la economía en su conjunto, preservando puestos de trabajo y previniendo de algún modo con ello el problema para la banca de los llamados "préstamos improductivos" (NPL).

No obstante, enunciar esta finalidad en un marco de pluralidad de intereses concernidos, en un contexto de dificultades económicas de un deudor común a una pluralidad de acreedores, con activación de conflictos latentes como se ha adelantado, en realidad es no decir nada, siendo esencial la jerarquización de dichos intereses afectados en la consecución de la finalidad perseguida, lo que requiere su adecuada composición sobre la base de principios y fundamentos.

Un problema paralelo se produce en el marco de los procedimientos concursales judiciales, que han representado los tradicionales escenarios de acción colectiva (pluralidad de acreedores, un deudor y pluralidad de posibles ejecuciones individuales) en los que también confluye una pluralidad de intereses afectados, debiendo responder no obstante esta jerarquización a fundamentos distintos<sup>11)</sup>, constituyendo este uno de los elementos que singulariza e individualiza a cada uno de estos marcos entre sí.

Si nos centramos en los considerandos iniciales de la Directiva UE 2019/1023 y en concreto en su considerando 2, se establece: "Estos marcos deben ayudar a evitar la pérdida de puestos de trabajo y conocimiento y competencias y maximizar el valor total para los acreedores en comparación con lo que habrían recibido en caso de liquidación de los activos de la empresa o en caso de aplicarse la mejor solución alternativa en ausencia de un plan de reestructuración, así como para los propietarios y para la economía en su conjunto".

De ello parecería desprenderse en una primera aproximación, el establecimiento de una jerarquización legal de interés en la consecución de la finalidad del mantenimiento de la actividad de la empresa, pareciendo priorizarse la conservación de los puestos de trabajo conforme al orden en que se citan los intereses afectados, lo que podría llevar a entender que se estaría concediendo a esta conservación una consideración de valor de orden público prioritario; En segundo lugar, maximizar el valor total de los activos para los acreedores, lo que como se analizará a lo largo de este trabajo conllevará entre otros aspectos, distribuir entre ellos el valor de la compañía reorganizada (reorganized value) con el establecimiento del elemento comparador de la liquidación concursal o en su caso del mejor escenario alternativo al plan de reestructuración; en tercer lugar, maximizar estos activos para los propietarios de la compañía, esto es, para los socios y accionistas que ocuparán una posición residual, la más residual entre los acreedores y en último lugar, la economía en su conjunto, que subsidiariamente se vería beneficiada por la descrita jerarquización de intereses.

No obstante, entendemos que no resultaría adecuada una lectura de la directiva en este sentido y que no nos encontramos ante una jerarquización legal que habría de ser respetada en su transposición y de hecho acertadamente en el proyecto de ley de reforma de la ley concursal para la incorporación a la legislación española de la Directiva UE 2019/1023 sobre marcos de reestructuración preventivos, no se jerarquizan en modo alguno, ni en la

exposición de motivos, ni a lo largo del articulado los distintos intereses afectados por las dificultades económicas del deudor.

Y ello no solo por la ausencia de poder normativo de los considerandos de las directivas, sino además porque en los marcos de reestructuración preventivos, a nuestro entender, la jerarquización de intereses debe tener un fundamento estructural, viniendo dada por la naturaleza jurídico - negocial de estos marcos. En este sentido, la regulación legal tan solo debe fijar un marco para el desenvolvimiento e incentivación de la autonomía contractual de las partes (art. 1255CC), siendo por tanto éstas las que establecerán dicha jerarquización, en la que no debe inmiscuirse la regulación, pues de otro modo si dicha jerarquización fuese legal, no se estaría respetando la referida naturaleza negocial de estos acuerdos.

En este sentido, puede sostenerse como se analizará ampliamente más adelante, que incluso cuando dicha estructura se supera porque lo que empezó siendo negocial se convierte en forzoso para la minoría de los acreedores disidentes a nivel individual dentro de cada clase de acreedores (cramdown horizontal), así como en su caso respecto de clases completas de acreedores, el fundamento último de este "arrastre" no reside en la intervención de una autoridad judicial o administrativa, que en estos casos ha de confirmar el plan de reestructuración por imperativo de la directiva (art. 10), sino en la amplia mayoría de consenso de los acreedores que debe concurrir como requisito de la referida confirmación y sin la cual aquélla no sería posible.

Sobre la base de estas consideraciones y desde el momento en el que el plan de reestructuración tiene como elemento clave el consentimiento de los acreedores con la concurrencia de las mayorías ampliamente exigidas y sin este consentimiento no se puede hacer absolutamente nada, no pudiendo imponerles el deudor, ni la norma legal, la continuación de la actividad de la compañía, parece claro que es la maximización del interés de los acreedores el que prevalece en la jerarquización de intereses confluyentes en la reestructuración preventiva.

Ello permite sostener que en estos marcos de reestructuración preventivos, la continuación de la actividad de la compañía en el mercado no se regula como un fin absoluto en sí mismo considerado, sobre la base de un interés general en la conservación de empresas viables, sin que además se manifieste en la estructura de estos institutos un componente estructural de orden público como acontece en los tradicionales procedimientos concursales (p. ej. no hay política de represión de comportamientos reputados reprobables del deudor a través de una pieza de calificación).

Así mismo, tampoco se exige para acceder a estos marcos la condición de empresas cuya actividad tenga transcendencia para la economía o en atención a sus dimensiones, aun cuando no es menos cierto que el modelo de la Directiva UE 2019/1023 está pensado no tanto para pequeñas y medianas compañías como para grandes empresas. En éste sentido, en la Directiva se resalta la conveniencia de regular un procedimiento de reestructuración específico para microempresas y pymes, excluyéndose de algunas de las previsiones contenidas en la directiva a éstas empresas, como por ejemplo en relación a la posibilidad de prescindir del consentimiento del deudor (art. 11.1.d) párrafo II).

Tema distinto es que esta maximización consensuada del interés de los acreedores, a través de su aceptación de un plan de reestructuración en orden a propiciar la continuidad de la actividad, permita una defensa genérica de un interés general en la conservación de empresas y el mantenimiento del empleo, pero solo en tanto en cuanto se alinee con el interés de los acreedores y siempre en un modo instrumental respecto de la maximización de los intereses de los acreedores, de cuya aceptación insistimos depende en exclusiva la aprobación de los planes de reestructuración.

En este sentido, en realidad puede sostenerse que si el plan aceptado por los acreedores sale adelante, se produciría un “alineamiento” de los intereses de los acreedores (al mayor dividendo) con los intereses del deudor al mantenimiento de su actividad y los intereses generales en el mantenimiento del empleo.

No constituyen por tanto los marcos de reestructuración preventivos diseñados en la Directiva UE 2019/1023 instituciones paraconcursoales de tratamiento de las crisis económicas<sup>12)</sup>, como podría predicarse por ejemplo en nuestro derecho en conexión con la crisis económica COVID-19 respecto del “fondo de apoyo a la solvencia” en cuyo marco se produce una intervención pública en el tratamiento de las dificultades económicas de empresas cuya actividad revista transcendencia para la economía<sup>13)</sup>.

Nos encontramos ante instituciones preconcursales, alternativas a la declaración de un procedimiento concursal en las que la continuidad en el mercado de compañías viables depende de que los acreedores por amplias mayorías -que sustituyen a la tradicional exigencia de unanimidad en los acuerdos extrajudiciales (art. 1255 CC)- aun cuando sin una estructura colectiva formal, como la que se produce en el marco de un procedimiento concursal (no hay una masa pasiva de acreedores, ni distinción entre acreedores concursales y contra la masa) decidan que la aprobación de un plan de reestructuración y la continuación de la actividad que ello conlleva es la mejor vía para satisfacer sus intereses.

En principio, con ello los acreedores estarían realizando un primer test de viabilidad de la compañía, pues se sobreentiende que cuando éstos como colectivo por una amplia mayoría aceptan un plan de viabilidad que generalmente no les satisface en metálico sino en títulos de la compañía, es porque creen en su viabilidad y esperan ver satisfechos sus derechos de crédito en mejor modo de lo que acontecería si abocasen a la compañía a un concurso de acreedores judicial. En éste sentido, no sería razonable pensar que los acreedores van a ir contra sus intereses centrados en la satisfacción de sus créditos, aun cuando no es menos cierto que no será siempre solo una motivación económica la que subyacerá al sentido del voto de un acreedor individualmente considerado en los marcos de reestructuración preventivos. Así, pensemos por ejemplo en acreedores financieros que podrían buscar evitando la declaración de un procedimiento concursal, eludir provisiones legales derivadas de dicha declaración o acreedores que podrían buscar no atraer sobre sí la clasificación concursal de su crédito como subordinado, dado que ello no solo pospone y reduce sus posibilidades de satisfacción, sino que además limita el ejercicio de sus derechos políticos (pérdida del derecho de voto del convenio concursal).

Podemos hablar por tanto de marcos de tratamiento de la crisis económica del deudor que podríamos calificar como “pro acreedores”<sup>14)</sup> no tanto en cuantos sujetos individuales titulares de un crédito, cuanto en relación a cualificadas mayorías de acreedores, pero que no operan como una masa pasiva formalmente constituida, frente a lo que acontece en los procedimientos concursales. En efecto, la aceptación del plan se producirá mediante su votación en clases de acreedores, flexiblemente creadas por el deudor sobre la base del criterio por el que se opta en la Directiva de la comunidad de intereses suficiente y atendiendo más a criterios económicos que jurídicos relativos a la conservación de valor económico en la estructura de capital, a la que en principio prioritariamente se dirigen estos marcos preventivos de reestructuración, pudiendo no obstante aquel hacer “cherry picking” de acreedores, involucrando a algunos y no a otros, con la posibilidad contemplada en la Directiva de consideración de los socios como una clase de acreedores;

Ello contrasta con el criterio de carácter imperativo de clasificación de los acreedores en los procedimientos concursales, sin margen alguno de modificación por el deudor o los acreedores y apoyado más en criterios jurídicos que económicos, a través de las tradicionales categorías de acreedores privilegiados, ordinarios y subordinados.

Por tanto, en la directiva se parte como regla general del carácter consensuado entre los acreedores de la reestructuración (considerando 10), conforme al principio mayoritario que hace del plan un acuerdo de masa, y de éstos con el deudor.

No obstante, en la práctica es frecuente que el proceso negociador consensuado de los planes de reestructuración diste de ser pacífico, siendo habitual que en este contexto puedan manifestarse conductas oportunistas y disruptivas del éxito de la reestructuración, amenazando algunos de estos acreedores con su voto en contra o con la posible impugnación del acuerdo que se alcance, lo que les dota de cierta capacidad de entorpecer el proceso reestructurador.

La credibilidad de estas amenazas y su posibilidad de incidir con mayor o menor éxito en el fracaso de la negociación conecta, de un lado, con que el acreedor tenga o no una posición de bloqueo en la estructura, esto es, que tenga capacidad de bloquear con éxito la mayoría necesaria para la adopción del plan (crédito con control negativo) o en función de que sus amenazas sean creíbles, atendiendo a la posición que ocuparía dicho acreedor en un eventual concurso de acreedores que pudiera declararse, si el proceso reestructurador fracasase y que podría perjudicarle en mayor medida que alcanzar un plan de reestructuración. Es el conocido como riesgo de “holdout” o resistencia, del que nos hemos ocupado en otras ocasiones<sup>15)</sup> y que puede concurrir en determinados comportamientos de ciertos acreedores, que podrían considerarse abusivos frente a la mayoría de acreedores que sobre la base de lo que acertadamente ha sido calificado por la doctrina como “sabiduría de la mayoría”<sup>16)</sup>, están dispuestos a realizar esfuerzos (pe, aceptaciones de quitas, conversión de deuda en capital, extensión del plazo de amortización de los créditos) por resultar ello en última instancia favorable a sus intereses sobre la base del convencimiento de la viabilidad del deudor, evitando con ello la declaración de un procedimiento concursal.

Este riesgo de “holdout” en los procesos negociadores de acuerdos de reestructuración, se intenta evitar en la directiva, propiciando la reestructuración aun cuando sea en un modo forzoso a través de “reglas de arrastre” en sentido horizontal y vertical, con la condición de que el plan sea confirmado por una autoridad judicial o administrativa (artículo 10.1.A), en una clara superación del clásico principio de relatividad contractual (art. 1257 CC), con el fin de evitar que una minoría de acreedores pueda bloquear injustificadamente planes de reestructuración aceptados por elevadas mayorías de acreedores.

Por tanto, hablaremos no tanto de acuerdos de reestructuración cuanto de planes de reestructuración y dentro de estos de “*planes de reestructuración consensuales*” (art. 9) que serían aquellos que, habiendo sido aprobados por todas las clases de acreedores, permiten un posible arrastre individual de acreedores disidentes o no participantes, (arrastre horizontal) bajo la condición de su “confirmación” por una autoridad administrativa o judicial. Frente a ello, los “*planes de reestructuración no consensuales*” (art. 11) serían aquellos en los que alguna de las clases de acreedores han votado en contra de la adopción del plan, introduciéndose en el art. 11 de la Directiva un mecanismo a través del cual, bajo determinadas condiciones, la autoridad judicial o administrativa pueda confirmar el plan, a propuesta del deudor o con consentimiento de éste, vinculando aquél también a las clases disidentes, esto es admitiéndose un “arrastre de clases completas de acreedores” (cross-class-cramdown) (arrastre vertical).

La posibilidad de “arrastre” individual de acreedores disidentes dentro de cada clase, así como en su caso de clases completas de acreedores, conlleva la necesidad de establecer salvaguardas protectoras de los derechos de los acreedores “arrastrados” en la reestructuración conectadas en gran medida a la valoración económica de la compañía. Ello determina que aun cuando constituya un importante avance la superación del principio de relatividad contractual y la posibilidad de reestructuraciones forzosas, éstas previsiblemente

conllevarán en la práctica un importante incremento de la litigiosidad en torno a los procesos de reestructuración, como ya ha acontecido por otro lado en el marco de la reestructuración del sistema financiero, en el que se ha aplicado un “cramdown regulatorio” con la salvaguarda del principio No creditor worse off (NCWO)<sup>17)</sup>. De un lado, porque como se analizará más adelante no hay un solo método de valoración de las compañías y de otro porque los parámetros de protección de los derechos de los acreedores individualmente considerados, así como en su vertiente de clases de acreedores son parámetros predictivos, de carácter contrafactual y por tanto apoyados en hipotéticos escenarios de lo que pudo o podría ser, pero no ha llegado a ser.

Tradicionalmente, la protección de los derechos individuales de los acreedores disidentes o no participantes en el marco de reestructuraciones forzosas, como tales acreedores y no tanto en cuanto perteneciente a una clase concreta de éstos, se ha articulado en el chapter 11 Norteamericano a través del conocido como “Best- interest-of-creditors-test” (Section 1129 a) 7 del Bankruptcy Code), sobre la base de la ya clásica distinción acuñada por la doctrina norteamericana entre: “class-based rights” e “individual rights”<sup>18)</sup> acogida implícitamente en la Directiva UE 2019/1023. El objetivo de dicha prueba se sitúa en garantizar la proporcionalidad entre el fin perseguido por la reestructuración (permitir la continuidad de empresas viables) y la reducción de los derechos individuales de los acreedores, residiendo en esta proporcionalidad la clave del éxito de toda reestructuración preconcursal. Ello se consigue garantizándoles al menos un suelo mínimo de satisfacción situado en el respeto de la cuota de liquidación concursal, no resultando peor tratados en un escenario de reestructuración preconcursal, de lo que lo serían en un eventual escenario de liquidación concursal, siendo un elemento esencial de esta prueba la valoración económica de la compañía, hasta el punto de que se puede decir que esta constituye en la práctica, más una cuestión fáctica de carácter económico, que legal.

Por tanto, nos encontramos ante una salvaguarda que opera a modo de óptimo paretiano<sup>19)</sup>, en la medida en que admitiéndose que no es posible reestructurar en un modo forzoso sin afectar a los acreedores disidentes, al menos estos no resultan perjudicados respecto de un eventual escenario concursal, aunque no resulten beneficiados por la reestructuración.

Desde éstas consideraciones, se puede sostener que la prueba del mejor interés de los acreedores sirve para proteger los derechos individuales de los acreedores, pero también para medir la eficiencia de los planes de reestructuración, en la medida en que puede sostenerse que si se respeta la cuota de liquidación concursal, como suelo mínimo de protección individual de los acreedores y por tanto no resultan peor tratados que en dicho escenario es porque se está haciendo el mejor uso de los recursos, desplegando por tanto también dicha prueba en cierto modo una finalidad colectiva.

Pero es importante resaltar que no basta con aplicar un “test de eficiencia”, sino que este ha de complementarse con un “test de equidad” dado que en el marco de las reestructuraciones preventivas no solo deben respetarse los derechos individuales de los acreedores a su cuota de liquidación, como en ocasiones se ha sostenido en el marco de la reestructuración del sistema financiero, sino que además ha de repartirse entre estos el excedente asociado a la reestructuración, esto es, el “surplus” derivado de mantener en funcionamiento a la compañía, al margen de la declaración de un procedimiento concursal y del que no son titulares los acreedores individualmente considerados, sino las clases completas de acreedores.

Puede así sostenerse que los marcos de reestructuración preventivos persiguen en un marco de dificultades económicas de la compañía, adecuar el poder de decisión de cada acreedor individualmente considerado respecto del valor actual de su instrumento de crédito, al poder de decisión colectivo de los acreedores en su conjunto, respecto del plusvalor aportado por el

mantenimiento en funcionamiento de la compañía, sobre la base de un plan de reestructuración.

En este sentido, ni los acreedores pueden perder individualmente su capacidad de gestión y decisión respecto de lo que les pertenece con toda seguridad que es solo su cuota de liquidación, ni tampoco puede permitirse que bloqueen o impidan con su decisión individual la reestructuración acordada con el consenso de amplias mayorías de acreedores.

Estas salvaguardas del derecho colectivo de los acreedores a participar en el surplus de la reestructuración, se sitúan en la Directiva UE 2019/1023 en la posibilidad de optar entre, de un lado, la denominada “absolute priority rule” (APR) (art. 11) proveniente del Derecho Norteamericano (chapter 11, section 1129 (b)(2) (B)) en una doble vertiente: protección de los acreedores senior, estableciéndose en atención y respeto de los rangos de subordinación convencionalmente pactados, que ninguna clase junior podrá ser satisfecha hasta que todas las clases senior hayan sido “íntegramente satisfechas”, con la posibilidad de establecer excepciones legalmente tasadas a esta regla (por ejemplo respecto de proveedores de los que dependa la continuidad de la actividad).

A ello se añade en el art. 11.1 D) de la Directiva, la regla norteamericana denominada “reverse rule”, conforme a la cual una clase senior en ningún caso puede recibir más del 100% de su crédito y cualquier exceso del valor de reestructuración debería ser distribuido a las clases junior de acreedores o accionistas.

De otro lado, en la Directiva se ofrece la posibilidad de optar por la regla de la prioridad relativa, como alternativa a la regla de prioridad absoluta, sustituyéndose la necesaria “satisfacción íntegra” de una clase senior de acreedores para que una clase junior perciba valor en la reestructuración, por el “mejor tratamiento de la clase senior”. Con ello se persigue traer las negociaciones a aquellos acreedores o accionistas que resultarían desincentivados para participar en la reestructuración, en una aplicación estricta de la regla de prioridad absoluta.

No abordaremos sin embargo en esta ocasión las salvaguardas o protección de los derechos de los acreedores como clases eventualmente arrastradas (class-based rights) y el reparto entre estas del excedente de la reestructuración, ni la polémica doctrinal suscitada en Europa por la posibilidad que se ofrece en el art. 11-1 y considerando 56 la Directiva de que los estados miembros opten por una regla de prioridad absoluta o relativa (relative priority rule)<sup>20</sup>.

Nos centraremos en el análisis del ejercicio por los acreedores afectados por el plan de sus derechos individuales, con la salvaguarda de la prueba del mejor interés de los acreedores y el modo en el que hemos abordado la regulación de esta prueba en el proyecto de modificación del Texto Refundido de la Ley Concursal para la transposición de la Directiva UE 2019/1023 aprobado en consejo de ministros el 21 de diciembre de 2021 y publicado en el Boletín Oficial de las Cortes Generales, Congreso de los Diputados de 14 de enero de 2022. Así mismo, abordaremos la particular problemática que plantearán las referidas opciones adoptadas en relación con la aplicación de esta prueba a tres concretas categorías de créditos: créditos de derecho público, créditos con garantía real y socios que, como se analizará, en su vertiente de acreedores residuales pueden ser partes afectadas por el plan de reestructuración en nuestro proyecto de reforma del texto refundido de la ley concursal.

No obstante, antes de analizar las opciones en esta materia contenidas en dicho proyecto, es necesario abordar someramente la regulación contenida en la directiva UE 2019/1023 de los mecanismos de protección de los derechos individuales de los acreedores afectados por un plan de reestructuración. En efecto, nos encontramos ante una Directiva de mínimos, que ofrece distintas opciones a los estados miembros en su transposición en general y en

particular en lo relativo a la regulación de los mecanismos de protección de los derechos individuales de los acreedores disidentes afectados por el plan, conllevando por tanto su transposición la necesidad de tomar importantes decisiones de política legislativa respecto de las opciones a adoptar.

Así mismo, parece conveniente realizar una precisión terminológica, relativa a la traducción de la Directiva al idioma español en esta materia.

En efecto, en un modo cuestionable a nuestro entender, en la versión Española de la Directiva se traduce en los arts. 2.1.6 y art. 10.2 d), “Best-interés-of-creditors-test” como “el interés superior de los acreedores”. Esta opción a nuestro entender prejuzga y adelanta terminológicamente de algún modo la jerarquización estructural y no legal, que como ha sido analizado, se produce de los intereses en conflicto en el marco de los planes preconcursales de reestructuración. Así, parece subyacer implícitamente al termino “superior” aplicado al interés de los acreedores, una superioridad jerárquica de sus intereses frente a otros intereses en juego que resultan concernidos y afectados por la reestructuración (deudor, socios y stakeholders y en particular trabajadores).

Ahora bien, la traducción “el interés superior de los acreedores” puede resultar cuestionable desde la consideración misma del significado de esta prueba, como mecanismo de protección de la posición individual de los acreedores disidentes y afectados por el plan de reestructuración.

En efecto, de un lado, parece aludirse a un interés superior común a todos los acreedores como si de una categoría única y homogénea se tratase, cuando la realidad es que en la práctica confluyen distintos acreedores en los procesos reestructuradores con intereses y posiciones no solo distintas, sino en ocasiones contrapuestas. De otro lado, esta prueba no mide el grado de satisfacción de los acreedores colectivamente hablando, sino el grado de satisfacción / perjuicio soportado por cada acreedor individualmente considerado y no en abstracto, a través de una pretendida categoría de un interés superior de todos los acreedores como un todo, debiendo ser verificada esta prueba caso por caso.

De otro lado, a través de esta prueba conforme a su delimitación conceptual en la Directiva UE 2019/1023, no se mide lo que sería el interés superior del acreedor disidente que residiría en que su cuota de reestructuración fuese superior a su cuota de liquidación, sino garantizar que su trato en reestructuración no le resulta perjudicial, respecto del que recibiría en un eventual escenario de liquidación concursal.

Por todo ello, entendemos habría resultado más adecuado al fundamento y significado que esta prueba tiene en su origen en el chapter 11 del Bankruptcy Code norteamericano aludir no tanto al “interés superior” de los acreedores “cuanto al” “mejor interés de los acreedores” cómo traducción literal y no interpretativa del “Best- Interest-of-creditors-Test”, siendo ésta la terminología que hemos optado por emplear a lo largo del presente trabajo<sup>21</sup>.

---

## NOTAS AL PIE DE PÁGINA

---

1

*Vid.* composición del actual grupo constituido para avanzar en el proceso de armonización del derecho de la insolvencia en el ámbito de la unión Europea.

<https://ec.europa.eu/transparency/expert-groups-register/screen/expert-groups/consult?dogroupDetail.groupDetail&group> ID 3362.

---

2

*Vid.* PULGAR EZQUERRA, J., “Preconcuralidad y reestructuración empresarial” Ed. La Ley. Madrid 2021. (tercera edición). pp. 55-98

---

3

Eidenmuller, H., “Contracting for a European Insolvency regimen”. 18 European Business and organization law review n.º 273-2017.

---

4

*Vid.* sobre la naturaleza concursal de los marcos de reestructuración preventiva GARCIMARTIN ALFÉREZ, F., “Algunas reflexiones sobre el derecho preconcural”. La ley Mercantil, 2 de julio de 2020. pp. 1 y ss.

---

5

La conexión entre dificultades económicas y la activación de conflictos entre los distintos intereses afectados por estas dificultades y la concepción de los institutos concursales como mecanismos de resolución y composición de estos conflictos fue tempranamente vista en la doctrina jurídica norteamericana, debiendo destacarse en este sentido la obra de JACKSON, T. H. “The logic and limits of bankruptcy Law”, Washington DC. 2001.

---

6

*Vid.* KRAAKMAN, ARMOUR y otros “The anatomy of corporate law: a comparative and functional approach”, 3.ª ed. Oxford University Press 2017, pp. 109-143.

---

7

MARIN DE LA BARCENA, F., “Intereses de los socios e intereses del concurso durante la tramitación del proceso concursal” en AAVV “convergencias y paralelismos entre el derecho de sociedades y el derecho concursal”. Marcial Pons 2007, pp. 303-307 PULGAR EZQUERRA, J., “Gobierno corporativo, sociedades cotizadas y proximidad de la insolvencia: administradores, accionistas y acreedores” RcP 30/2019, pp. 35-70.

---

8

Así lo resalta LEÓN SANZ, F., “La reestructuración empresarial como solución de la insolvencia”

9

Autores como GARCIMARTÍN ALFÉREZ, F. J., en “Los marcos de reestructuración preventiva en el derecho europeo: reflexiones sobre sus fundamentos normativos”, Bermejo Gutiérrez, N., Martínez florez, A. y Recalde Castells, A., *Las reestructuraciones de las sociedades de capital en crisis*, Civitas, Cizur-Menor, 2019, p. 52, sitúan precisamente en el “test de la inevitabilidad del concurso de acreedores el presupuesto objetivo de los marcos de reestructuración temprana diseñados en la Directiva UE 2019/1023”. *Vid.* sobre el presupuesto objetivo de los marcos de reestructuración preventiva en la Directiva UE 2019/1023 PULGAR EZQUERRA, J. “Gobierno corporativo y reestructuración preventiva: la directiva UE 2019/1023” en AAVV Reestructuración y gobierno corporativo en la proximidad de la insolvencia. Dir. Pulgar Ezquerra J. Coordinación Recaman Graña, E. pp. 74-80.

---

10

*Vid.* PULGAR EZQUERRA, J., “Derecho de la competencia y armonización europea del derecho de reestructuración temprana” en Cuadernos de derecho y comercio, Número extraordinario monográfico 2019, pp. 119-160.

---

11

*Vid.* por todo el ya clásico trabajo de referencia de TIRADO MARTI, I., “Reflexiones sobre el concepto de ‘interés concursal’: ideas para la construcción de una teoría sobre la finalidad del concurso de acreedores en Anuario de Derecho Civil”, vol. 62, n.º 3 29, pp. 1055-1108.

---

12

Sobre el concepto de paraconcursalidad *Vid.*: GARCÍA VILLAVERDE, R., “Instituciones concursales y paraconcursales”, RFDUC n.º ext. 8/1985, pp. 189-210.

---

13

*Vid.* PALOMAR OLMEDA, A., “El fondo de apoyo a la solvencia de empresas estratégicas: ¿un precedente de una tendencia?” En Revista general de insolvencias y reestructuraciones, I&R 1/2021, pp. 43-73.

---

14

GURREA MARTINEZ, A., “El derecho concursal en España: problemas estructurales y propuestas de reforma” Madrid 2018.

---

15

PULGAR EZQUERRA, J., “Holdout accionarial, reestructuración forzosa y deber de fidelidad del socio” en RcP 27/2017, pp. 43-67.

---

16

GARCIMARTIN ALFÉREZ, F., / THERY MARTI, A., “Conflictos de interés y acuerdos de refinanciación” en almacén de derecho, 24 de febrero de 2021.

---

17

Me he ocupado ampliamente de este tema en PULGAR EZQUERRA, J., “Resolución bancaria versus liquidación concursal: recapitalización interna y valoración de la diferencia en el trato” RDM 314/2019, pp. 1 y ss.

---

18

Así *Vid.* BAIRD, DG “Elements of bankruptcy” New York 2006, p. 85; MARKELL, B. A., “Clueless on classification: towards removing artificial limits on chapter 11 claim classification Bankruptcy developments Journal”. Vol. 11, 1995, pp. 1-47.

---

19

Así acertadamente GARCIMARTIN ALFÉREZ, F., “Sobre el nuevo régimen aplicable a los planes de reestructuración del libro II del anteproyecto” en Revista general de insolvencias y reestructuraciones. Ed Iustel. (I&R) n.º 3/2021 pp.

---

20

*Vid.* TIRADO MARTI, I., /MOKAL, R., “Hs Newton had his day? Relativity and realism in European restructuring”, en Eurofenix n.º 74. Winter. 2018-2019, p. 22; DE WEIJS, R., JONKERS, A. y MALAKOTIPOUR, M., “The Imminent Distortion of European Private, Company and Insolvency Law by the Introduction of Relative Priority European Style” en <https://europeanlawblog.eu/2019/03/15/the-imminent-distortion-of-european-private-company-and-insolvency-law-by-the-introduction-of-relative-priority-european-style/>.

---

21

*Vid.* también cuestionando la traducción del Best-interés-of-creditors-test, por “el interés superior de los acreedores”, FLORES, M., “La prueba del interés superior de los acreedores” RDM n.º 318, Octubre-diciembre 22, pp. 5 y ss.

# Revista de Derecho Mercantil

2022

Número 323 (Enero-Marzo 2022)

Estudios

1. Reestructuraciones preconcursales forzosas: el mejor interes de los acreedores (JUANA PULGAR EZQUERRA)

II. La protección individual de acreedores afectados en la directiva UE 2019/1023

## II. LA PROTECCIÓN INDIVIDUAL DE ACREEDORES AFECTADOS EN LA DIRECTIVA UE 2019/1023

### 1. LA PRUEBA DEL MEJOR INTERÉS DE LOS ACREEDORES Y LAS MAYORÍAS EXIGIDAS EN LA ACEPTACIÓN DEL PLAN DE REESTRUCTURACIÓN

En la directiva UE 2019/1023, se produce la recepción de la prueba del mejor interés de los acreedores (“Best-interest-of-creditors-test”) proveniente del chapter 11 del Bankruptcy code norteamericano, pero con la posibilidad de ruptura de tradicionales paradigmas en la regulación de esta prueba en relación al elemento comparador del grado de satisfacción del acreedor afectado disidente, que tradicionalmente se ha situado en la liquidación concursal.

Antes de abordar el análisis en la Directiva de la prueba del mejor interés de los acreedores, conviene resaltar que ésta constituye la protección mínima que la directiva obliga a los estados miembros a introducir en su transposición, como salvaguarda de los derechos individuales de los acreedores disidentes.

No obstante, no es esta la única opción de política legislativa que se contempla para articular dicha protección, en la medida en que en algunos modelos dicha prueba operará en combinación con otros mecanismos, en virtud de las opciones legislativas que se adopten en temas conexos, como, por ejemplo, con relación a las mayorías exigidas para la aceptación del plan de reestructuración.

En efecto, en la directiva no se articulan mecanismos de salida del acreedor disidente o no participante en la votación en el sentido de posibilidad de ejecución de su crédito y finalización de la relación con la sociedad, lo que sería la verdadera protección que podría recibir el acreedor disidente. Ello en ocasiones resulta inviable en el marco de la reestructuración preventiva, dado que, como se ha adelantado, precisamente el arrastre o imposición forzosa de los efectos del plan persigue afrontar uno de los riesgos más potentes de toda acción colectiva como es el holdout y en este marco la ejecución de las posiciones crediticias que pueden impedir el éxito de la reestructuración. Es más, en virtud del plan de reestructuración y sus efectos, no solo se va a limitar la salida del acreedor del marco de relaciones con la compañía, sino que se puede convertir en permanente en virtud de uno de los contenidos más frecuentes de dicho plan como es la conversión de deuda en capital que muta la condición de acreedor en socio de la compañía<sup>22</sup>.

Sin embargo, lo que sí se permite en la directiva es combinar la prueba del mejor interés de los acreedores, con otros mecanismos de protección de la posición de los acreedores disidentes o no participantes afectados, en conexión con la regulación de las mayorías exigidas para aceptar el plan de reestructuración. Así, se contempla la posibilidad de exigir doble mayoría en la votación del plan, esto es, un criterio cuantitativo (importe de los créditos

e intereses) y cumulativamente nominal (número de acreedores o tenedores de participaciones), aun cuando en la Directiva UE 2019/1023 en un modo cuestionable, no se armoniza en su art. 9.6 si dicha mayoría debería calcularse sobre el pasivo total de cada clase o solo respecto del pasivo que resulta afectado por el plan de reestructuración.

Ello constituiría un mecanismo de protección ex ante que impediría y evitaría en muchos supuestos la posible lesión misma de los derechos de los acreedores disidentes o no participantes, al exigirse doble mayoría para poder aceptar el plan y por tanto imponerlo en virtud de rigurosas reglas de arrastre. Esta exigencia puede coexistir con la prueba del mejor interés de los acreedores (aplico doble mayoría y en sede de impugnación verifico la satisfacción mínima de la cuota de liquidación), lo que sin embargo y al mismo tiempo dificultaría enormemente en muchas ocasiones alcanzar el plan y con ello la reestructuración misma de la compañía. En este sentido, entendemos que exigir doble mayoría en orden a la aceptación del plan y aplicar ex post el test del mejor interés de los acreedores “desequilibraría” el sistema claramente a favor de la minoría disidente o no participante de acreedores en perjuicio del éxito la reestructuración.

---

## NOTAS AL PIE DE PÁGINA

---

22

Así lo resalta acertadamente GARCIMARTIN ALFÉREZ, F., en “Los marcos de reestructuración preventiva en el derecho europeo.....” *op.cit.* p. 39-42.

# Revista de Derecho Mercantil 2022

Número 323 (Enero-Marzo 2022)

Estudios

1. Reestructuraciones preconcursales forzosas: el mejor interes de los acreedores  
(JUANA PULGAR EZQUERRA)

II. La protección individual de acreedores afectados en la directiva UE 2019/1023

2. Definición, legitimación subjetiva y fundamento económico de la prueba del mejor interés de los acreedores

## 2. DEFINICIÓN, LEGITIMACIÓN SUBJETIVA Y FUNDAMENTO ECONÓMICO DE LA PRUEBA DEL MEJOR INTERÉS DE LOS ACREEDORES

En el artículo 2.1.6) de la Directiva UE 2019/1023, el Best-interest-of-creditors-test- se define como:

“una prueba que se supera si se demuestra que ningún acreedor disidente se vería perjudicado por un plan de reestructuración en comparación con la situación de dicho acreedor si se aplicase el orden normal de prelación en la liquidación según la normativa nacional, tanto en el caso de liquidación de la empresa, ya sea mediante liquidación por partes o venta de la empresa como empresa en funcionamiento, como en el caso de la mejor solución alternativa si no se hubiese confirmado el plan de reestructuración”.

Conforme a esta prueba todo acreedor que no hubiera votado a favor del plan no debe encontrarse en peor situación bajo un plan de reestructuración de lo que se encontraría en un escenario de liquidación concursal. Ello significa que debe recibir en la reestructuración, al menos un trato igual o en su caso mejor, pero sin que esto último sea necesario, que si se aplicase el orden normal de prelación según la normativa nacional, en caso de liquidación de la empresa por partes (piecemeal liquidation) o como empresa en funcionamiento (going concern), protegiéndose por tanto una expectativa como sería un hipotética cuota de liquidación concursal<sup>23)</sup>.

El fundamento de esta prueba conecta con la aproximación económico-financiera de la directiva a los temas de la reestructuración preconcursal, dado para que resulte proporcional y no sea injusto el sacrificio que conlleva para los acreedores disidentes verse arrastrados por un plan que no han aceptado, el valor de la empresa reestructurada en funcionamiento (going concern) debe ser mayor que el valor de la empresa en liquidación, lo que conlleva el respeto al menos de la cuota de liquidación concursal del acreedor disidente y afectado por el plan.

En la Directiva la prueba del mejor interés de los acreedores, como derecho individual mínimo de cada acreedor al menos a su cuota de liquidación concursal, se aplica a todos los acreedores sin distinción alguna respecto de su carácter como acreedores dotados o no de garantía real, debiendo en todo caso respetarse el valor de la garantía.

Ello resulta coherente con el modo en que se configura en dicha directiva la posición dentro de los procesos de reestructuración de los acreedores dotados de garantía real y que contrasta con el tratamiento que estos reciben en el chapter 11 del Bankruptcy Code de EE.UU., no obstante haber servido este de modelo en la directiva UE 2019/ 1023.

En efecto, en dicho código se opta por el modelo de constitución de una clase de acreedores por cada uno de los acreedores privilegiados, partiendo de que esta categoría y en particular los acreedores dotados de garantía real no constituyen una categoría única ni homogénea. En efecto, nos encontramos ante acreedores que han dado su financiación con riesgos distintos en gran medida en función de los bienes sobre los que recae su garantía (no es lo mismo un acreedor con garantía real sobre inmuebles que sobre una maquinaria), lo que han repercutido en el tipo de interés que cobran y les coloca en posiciones distintas respecto del deudor.

Ello determina que en el modelo del Bankruptcy Code la regla del Best-interest-of-creditors-test, no se aplique respecto de acreedores con garantía real, pues integrando un solo acreedor con garantía real cada clase de estos, ello significa que no hay arrastre posible dentro de cada clase siendo necesario el consentimiento de cada uno de estos acreedores a la reestructuración<sup>24</sup>.

Frente a ello, en la Directiva UE 2019/1023 el planteamiento cambia radicalmente dado que, en un modo cuestionable a nuestro entender, se ha optado por el modelo de creación de una clase común a todos los acreedores privilegiados, lo que conlleva la posibilidad y el riesgo de arrastre dentro de esta clase de unos acreedores con garantía real por otros, cuyas garantías no son homogéneas, ni equiparables.

Así mismo y en función de la opción que se adopte respecto de su afectación por la reestructuración dentro de las opciones que ofrece la directiva, la prueba del Best-interest-creditors-test, se aplicará a los acreedores titulares de créditos de derecho público y en su caso a los socios.

Esta previsión, se contiene expresamente en el considerando 52 in fine de la Directiva respecto de los acreedores titulares de créditos de derecho público, aun cuando en un modo ecléctico y no exento de contradicciones con otros artículos y considerandos de la directiva, así como en el considerando 49 en relación con los socios.

No obstante y con el fin de evitar reiteraciones, remitimos el análisis de la particular problemática que conlleva la aplicación del Best-interest-creditors-test a estas categorías de acreedores, a otro lugar del presente trabajo, en el que se analizará la regulación contenida en la directiva y las opciones adoptadas en esta materia en el proyecto de ley de modificación del texto refundido de la ley concursal en virtud de la transposición de aquella a nuestro derecho.

La primera cuestión que se suscita en torno a la prueba del mejor interés de los acreedores es determinar la legitimación subjetiva para accionar su verificación, lo que en el modelo diseñado en la directiva conecta con los sujetos legitimados para impugnar el plan de reestructuración. En efecto, el plan de reestructuración en todo caso deberá ser objeto de confirmación por una autoridad judicial o administrativa cuando conlleve arrastre de acreedores disidentes dentro de cada clase o de clases completas de acreedores (art. 10), constituyendo dicha prueba un presupuesto de dicha confirmación, que no obstante solo se comprobará, frente a lo que acontece en relación a otros criterios de confirmación del plan, a instancia de parte en una eventual impugnación de la confirmación del plan (sistema de comprobación ex post) (art. 10.2 in fine Directiva UE 2019/1023).

En este marco, la verificación o control de la concurrencia de la prueba del mejor interés de los acreedores, se podrá instar por cualquier acreedor, con independencia de la calificación que su crédito recibiría en un escenario concursal (privilegiado, ordinario y subordinado), siendo el único requisito que ha de concurrir que este acreedor resulte afectado y no haya votado a favor del plan. Se estaría legitimando por tanto acertadamente en la Directiva, no solo a quienes votaron en contra y se vean afectados por el plan individualmente dentro de un

clase de acreedores en virtud de las reglas de arrastre (internal cram-down), sino también a los no participantes en el sentido de acreedores que no votaron, no obstante tener derecho de voto, lo que en principio debería corresponder solo a aquellos acreedores que conservan valor en la compañía.

En efecto, dado el carácter informal de la votación en estos marcos de reestructuración preventivos, en los que no se constituye formalmente una masa de acreedores, no debe legitimarse solo y exclusivamente al acreedor que votó en contra, sino también al que no ha votado, pero resulta afectado, dado que no hay garantía alguna de que todos los acreedores hayan sido notificados.

Constituye por tanto la prueba del mejor interés de los acreedores en la Directiva UE 2019/1023 un mecanismo de protección individual de la cuota de liquidación concursal del acreedor disidente o no participante y “afectado” por el plan, lo que no quiere decir en la terminología económico-financiera empleada en la Directiva, que se haya visto “perjudicado” por dicho plan, resultando irrelevante a los efectos de la verificación de esta prueba si el acreedor disidente ha resultado o no perjudicado por el plan.

En efecto, para entender adecuadamente la protección que dispensa la prueba del mejor interés de los acreedores en la directiva UE 2019/1023, habría que distinguir en términos financieros, que sería la clave interpretativa en la que hay que entender ésta, tres niveles: la “cuota de liquidación” que constituiría por así decirlo el “suelo” mínimo de protección que dispensa ésta prueba; la “afectación” del crédito del acreedor disidente por el plan, lo que viene a significar la modificación de los términos y condiciones de éste crédito (extensión del plazo de vencimiento, quitas), no siendo equiparable en todo caso ésta afectación a la concurrencia de un “perjuicio”, lo que constituiría un tercer nivel. En este sentido, el eventual “perjuicio” concurrirá si al acreedor individualmente considerado el plan le afecta y en términos financieros el valor neto presente de lo que recibiría es inferior al instrumento que este acreedor tenía con anterioridad (p. ej. no resultaría perjudicado un acreedor cuyo crédito tenía un valor neto de 100 a un año si el plazo de vencimiento de éste crédito se extiende a dos años, pero con un interés que “compensa” la extensión del vencimiento).

Pues bien, sobre la base de estas premisas, a los efectos de valoración de la concurrencia de la prueba del mejor interés de los acreedores, resulta irrelevante en el diseño de la Directiva, desde un punto de vista interpretativo, determinar si un acreedor que pertenece a una clase que ha votado a favor del plan y ha sido “arrastrado” ha resultado individualmente perjudicado por dicho plan, porque ésta prueba no mide ese perjuicio, sino el respeto a su cuota de liquidación como “suelo” mínimo de protección.

No obstante, existe una relación entre perjuicio y cuota de liquidación proveniente de que la segunda constituye el límite del primero, esto es, el plan puede afectar y quitarle valor al instrumento de crédito del acreedor individualmente considerado, pudiendo disminuir su valor actual, pero hasta el límite de su cuota de liquidación. Ello de algún modo significaría que se está maximizando el valor del negocio en funcionamiento, como lo evidenciaría que los acreedores no vean su situación perjudicada respecto de la que tendrían en un escenario de liquidación concursal. Por tanto, puede sostenerse que si el respeto a dicha cuota no concurre, el acreedor afectado estaría resultando perjudicado, no pudiendo sin embargo sostenerse que si se cumple la prueba del mejor interés de los acreedores, en todo caso dicho acreedor no esté siendo perjudicado.

*Vid.* sobre el funcionamiento de esta regla en Derecho Norteamericano HICKS, J., "Foxes guarding the henhouse: the modern best interest of creditors test in chapter 11 Reorganizations" Nevada law Journal. Vol. 5. Iss3, 2005 disponible en <https://scholars.law.unlv.edu/nlj/vol5/iss3/10>. FISHER/MARTEL "Does it matter how bankruptcy judges evaluates the creditors 'best-interest test' ¿ The american Bankruptcy law journal", vol. 18, número 3/2005, pp. 497-514

HICKS, *op.cit.* pp. 820-841.

# Revista de Derecho Mercantil

2022

Número 323 (Enero-Marzo 2022)

Estudios

1. Reestructuraciones preconcursales forzosas: el mejor interes de los acreedores (JUANA PULGAR EZQUERRA)
- II. La protección individual de acreedores afectados en la directiva UE 2019/1023
3. El elemento comparador: cuota de liquidación concursal versus el mejor escenario alternativo

### 3. EL ELEMENTO COMPARADOR: CUOTA DE LIQUIDACIÓN CONCURSAL VERSUS EL MEJOR ESCENARIO ALTERNATIVO

El contenido de la prueba del mejor interés de los acreedores se apoya en un elemento comparador contrafactual, situado en principio en la Directiva siguiendo el modelo del chapter 11 Norteamericano, en una hipotética cuota de liquidación concursal, aun cuando como novedad se permite en el art. 2.1.6 optar a los estados miembros por el que sería “el mejor escenario alternativo” (next-best-alternative-scenario) si no se hubiese confirmado el plan de reestructuración.

Se recoge así una opción proveniente del modelo de Reino Unido, (SoAs o *restructuring plans*)<sup>25</sup> y no tanto del chapter 11 Norteamericano, en el que solo se contempla la liquidación concursal en su modalidad por partes (piecemeal) o como unidad productiva en funcionamiento, en conexión con el chapter 7 del bankruptcy Code, como elemento comparador en torno al que se estructura the-best-interest-of-creditors-test (&1129(A) (7)).

La posible elección del mejor escenario alternativo como elemento comparador en el contexto de la prueba del mejor interés de los acreedores, suscita diversas cuestiones; Así, se plantea la determinación de quien sería el sujeto competente para proponer dicha “mejor solución alternativa” al plan de reestructuración no confirmado y cuál o cuáles serían éstas mejores soluciones alternativas, temas éstos no resueltos en la directiva.

En efecto, tan solo se alude en su considerando 52, así como en su art. 2.1.6 a la posibilidad de que los estados miembros puedan elegir entre el umbral de la liquidación o la referencia a la mejor solución alternativa, sin que ello signifique en modo alguno que con la opción por esta segunda solución el estado miembro deba fijar cual sería esa solución alternativa a priori para todo caso y sin que tampoco se precise quien debería adoptar dicha decisión.

No obstante, entendemos que lo lógico sería que en principio fuera el propio acreedor disidente el que sostuviera que está recibiendo menos en el plan de reestructuración propuesto, de lo que recibiría en un escenario alternativo con el que habría de compararse el valor del crédito y/o acciones y que dicho acreedor debería determinar en función del caso concreto, sin que por tanto sea posible establecer a priori un elenco o lista cerrada de mejores soluciones alternativas al plan no confirmado.

Ahora bien, el tema central que plantea el mejor escenario alternativo es determinar cuál/ cuales podrían ser esos escenarios alternativos, viniendo a nuestro entender condicionado ello en gran medida por la situación económica subyacente a la reestructuración, lo que se

regula en un modo muy amplio en la directiva (insolvencia actual, inminente y riesgo de insolvencia)<sup>26)</sup>.

La conexión entre el mejor escenario alternativo y el presupuesto objetivo de la reestructuración, resulta confirmada si analizamos el modelo de Reino Unido del que proviene ésta opción y en particular de los schemes of arrangement, respecto de los cuales al no delimitarse legalmente dicho presupuesto, se admitía la posibilidad de que hubiera una mejor solución o escenario alternativo a la liquidación concursal, reconociéndose también esta posibilidad en relación a los “restructuring plans” respecto de los que sin embargo si se delimita legalmente su presupuesto objetivo, pero en un modo amplio comprensivo tanto de insolvencia actual como inminente<sup>27)</sup>.

Ello quiere decir que, en supuestos de insolvencia actual, si el plan de reestructuración no se confirmase, la compañía vendría abocada a un escenario concursal previsiblemente de liquidación pues al haberse iniciado la reestructuración con una situación económica ya muy deteriorada la ausencia de confirmación del plan aumentaría dicho deterioro, haciéndose inevitable la declaración del concurso de acreedores. Por tanto, en estos supuestos el único escenario alternativo a la ausencia de confirmación de un plan de reestructuración parecería ser la liquidación concursal, que no debe descartarse en este ámbito de mejor solución alternativa al plan, pues dicho carácter alternativo se predica respecto de un plan no confirmado y no respecto de la liquidación concursal.

Ahora bien, si la reestructuración se intentó con anterioridad a una situación de insolvencia actual, lo que sería en todo caso aconsejable para el éxito de ésta, en supuestos de plan no confirmado habría todavía tiempo para que el acreedor disidente pudiera sobre la base de la protección de su derecho económico mínimo a la cuota de liquidación, proponer comparar su situación en un escenario alternativo a la liquidación concursal, incluso dentro del concurso, a través de un convenio concursal. Esta última opción en particular parecería posible en aquellos modelos en los que las mayorías que se exigen para alcanzar un convenio sean inferiores a las exigidas para aceptar un plan de reestructuración, pudiendo por tanto alcanzarse una solución convenida por esta vía que podría representar el mejor escenario alternativo al plan de reestructuración no confirmado.

No obstante, aun cuando situar el elemento comparador en el convenio concursal sería a nuestro entender posible, ello conllevaría la dificultad de determinar anticipadamente la cuota que recibiría el acreedor disidente en ese escenario. En efecto, son diversos y variados los posibles contenidos de un convenio concursal, que como se sabe abarcarían desde las meras modificaciones del pasivo (quitas y/o esperas), hasta la posibilidad de modificaciones estructurales o conversión de deuda en capital, lo que hace muy difícil poder calcular hipotéticamente en un modo anticipado la cuota de recuperación del acreedor.

A ello se añadiría además la necesidad de “calibrar y “valorar” las posibilidades de cumplimiento de dicho convenio concursal, que como se ha evidenciado en la práctica son escasas, encontrando precisamente un porcentaje muy elevado de liquidaciones concursales su causa en el incumplimiento de dichos convenios concursales.

Así mismo, el acreedor podría proponer como mejor escenario alternativo a un plan de reestructuración no confirmado, una modalidad de liquidación distinta de aquella por la que se optó (p. ej. se optó por una liquidación por partes y el acreedor disidente entiende que el mejor escenario alternativo sería una liquidación como unidad productiva por ser en este escenario superiores sus posibilidades de recuperación)<sup>28)</sup>.

Más difícil sin embargo nos parece determinar si el mejor escenario alternativo lo podría constituir un plan de reestructuración de contenido distinto y alternativo de aquel inicialmente propuesto y que no fue objeto de confirmación. Esta nos parece una posibilidad

en teoría posible, pero difícil en la práctica, pues es cierto que podría haberse propuesto otro plan en el que las posibilidades de recibir una cuota de liquidación superior habrían sido factibles, pero lo cierto es que el plan que fue aceptado por los acreedores fue el plan no confirmado y no otro, no bastando con la proposición de otro contenido del plan por el acreedor disidente, siendo necesaria su aceptación por una elevada mayoría de acreedores.

En definitiva, con la posibilidad que se introduce en la directiva de que los estados miembros puedan optar por el mejor escenario alternativo como elemento comparador, es cierto que se estaría flexibilizando el modelo, al ofrecer al acreedor disidente un ámbito posible de comparación mucho más amplio que optar por el criterio comparador exclusivo y prefijado ex lege de la liquidación concursal y que excluiría la posibilidad de que el acreedor disidente invocase en su caso escenarios distintos a dicha liquidación, pero a la vez se estaría añadiendo incertidumbre en la delimitación del escenario comparador<sup>29)</sup>, con la consiguiente indeseable inseguridad jurídica, lo que como se analizará más adelante, ha sido tenido en cuenta en la transposición a nuestro derecho de la directiva en esta materia.

En cualquier caso, ha de resaltarse que sea cual sea la opción de cada estado miembro en la transposición de la directiva en lo relativo al elemento comparador, la prueba del mejor interés de los acreedores conecta con la valoración económica de la compañía y el método de valoración empleado en ello.

Pero no es esta la única finalidad que la valoración económica de la compañía desempeña en el ámbito de la reestructuración preventiva, habiendo resaltado la doctrina europea su importancia al menos en dos ámbitos<sup>30)</sup>.

De un lado, servirá para determinar el valor económico que los participantes en la estructura de capital conservan en la compañía, siendo esencial esta valoración de un lado, para determinar donde “rompe el valor” en la estructura de capital (Acreedor in the money, out of the money y fulcrum)<sup>31)</sup>.

Ello va a servir para determinar que acreedores van a ser repagados total o parcialmente y cuales no lo van a ser, lo que va a venir determinado no solo por la valoración de los activos de la compañía, sino también por el orden de prelación que ocupen en dicha estructura.

De otro lado, la valoración de la compañía será esencial y debería servir para vincular el ejercicio de derechos legales y en particular el derecho de voto a su posición económica en la compañía, de modo que solo si conservan valor económico en esta en principio deberían poder aceptar o en su caso vetar con su voto la reestructuración.

Así mismo, la valoración de la compañía servirá para determinar el valor de las diferentes distribuciones del excedente asociado a la reestructuración, que se realizarán conforme al plan de reestructuración de conformidad y en adecuación a los derechos e intereses de los acreedores.

---

## NOTAS AL PIE DE PÁGINA

---

En este sentido, por ejemplo, el *High Court of Justice of England and Wales* rechazó un *restructuring plan* bajo el *Part. 26* del *Companies Act* (primer plan rechazado tras su incorporación al derecho inglés en 2020) sobre la base de que se pretendía imponer el contenido del plan a los

accionistas tomando en consideración la distribución que tendrían en un escenario de liquidación para justificar que se cumplían los requisitos de *cram-down* y, por el contrario, el escenario de contraste no debía ser la liquidación inmediata sino la liquidación gradual en un año en función de la situación específica del deudor (In re Hurricane Energy PLC [2021] EWHC 1759 (Ch)).

---

26

*Vid.* entendiendo que el mejor escenario alternativo no ha de venir referido en todo caso a un escenario de declaración de un procedimiento de insolvencia: STANGHELLINI/MOKAL/ PAULUS/ TIRADO “Best practices in European restructuring” 2018, pp. 44 y ss.; AAVV “European preventive restructuring” Dir. Paulus/Dammar. Beck, 1.ª edición, febrero 2021, pp. 68 y 214.

---

27

ALONSO, C/ BOWKETT, H., “Restructuring tools in the United Kingdom and in Spain” en Revista General de insolvencias & restructuraciones, I& R 2/2021 (Ed Iustel) pp. 419-422.

---

28

*Vid.* High Court of Justice of England and Wales rechazando un “restructuring plan” bajo la parte 26 de la Companies Act, entendiendo que el escenario de contraste para valorar el best interest test, no debería ser una liquidación inmediata, sino gradual en un año en función de la situación específica del deudor (In Re Hurricane Energy PLC (2021) EWHC 1759 (cn)).

---

29

GARRIDO, J. /DELONG, C. /RASEK, A. /ROSHA, A., “Restructuring and insolvency in Europe: policy options in the implementation of the EU Directive” IMF, working paper, Mayo 2021, p. 22; GARCIMARTIN, F., “La prueba del interés superior de los acreedores” en Almacén de derecho, june 22 2021. MOKAL, R., “Fairness”, *Best practices in European restructuring: contractualised distress resolution in the shadow of the law*, en STANGHELLINI, L., MOKAL, R., PAULUS, C.G., TIRADO MARTÍ, I. (Eds.), Wolters Kluwer, Milán, 2018, p. 37, o TIRADO MARTÍ, I. y MOKAL, R., “Has Newton had his day? Relativity and realism in European restructuring”, *Eurofenix*, núm. 74, Winter 2018/2019, p. 22 que al referirse al “the next best alternative scenario” manifiestan que “[t]he latter terminology is open to misunderstanding in suggesting comparisons with the position of the dissentients in a hypothetical scenario that, by stipulation, is worse than (i.e. is next best to) the plan. This is perverse, as the example above illustrates, since the dissentients would want their plan returns to be compared with a scenario in which they claimed they would be better-off”.

---

30

Así, TOLLENAAR, N., “Preinsolvency proceedings: a normative foundation and framework”. Oxford university Press, Oxford 2019, p. 101.

---

*Vid.* BUIL ALDANA, I. / CERDA MASIP, A., “When debt is the new equity: capital riesgo y distressed investing” en revista española de capital riesgo 1/2012, p. 6. Versión electrónica; THERY MARTI, A., “los marcos de reestructuración en la propuesta de Directiva de la CE de 22 de noviembre de 2016”. La ley 8186/2017. (I) GOMEZ ASENSIO, C., “Los acuerdos de reestructuración en la Directiva UE 2019/1023 sobre marcos de reestructuración preventiva” Aranzadi 2019, p. 147.

# Revista de Derecho Mercantil

2022

Número 323 (Enero-Marzo 2022)

Estudios

1. Reestructuraciones preconcursales forzosas: el mejor interes de los acreedores (JUANA PULGAR EZQUERRA)

II. La protección individual de acreedores afectados en la directiva UE 2019/1023

4. El control de la prueba del mejor interés de los acreedores: la impugnación del plan

## 4. EL CONTROL DE LA PRUEBA DEL MEJOR INTERÉS DE LOS ACREEDORES: LA IMPUGNACIÓN DEL PLAN

### 4.1. Control ex post a instancia de parte

Una de las cuestiones esenciales que se plantean en relación con la operatividad de la prueba del mejor interés de los acreedores en la directiva UE 2019/1023, es la determinación del momento y el sujeto competente para su comprobación.

En esta materia y como en otros aspectos relacionados con la reestructuración preconcursal de empresas en crisis se plantea la dicotomía y la necesidad de optar entre un control ex ante o ex post. El control ex ante en todo caso aporta seguridad jurídica con protección extrema del acreedor disidente, pero conlleva un coste adicional temporal elevado por la necesidad de realizar una valoración de la concurrencia de esta prueba caso por caso.

La otra posibilidad es optar por un control eventual ex post a instancia de parte, que facilite una rápida y ágil reestructuración de la compañía, permitiendo preservar su viabilidad y funcionamiento, recayendo en este caso sobre el acreedor disidente el “impulso “ y la carga de la prueba.

El análisis de este tema en la Directiva UE 219/123 ha de partir de dos premisas: De un lado, como se ha adelantado, el plan solo será inmediatamente eficaz sin necesidad de confirmación por una autoridad judicial o administrativa si solo afecta a las partes que lo hayan consentido, de conformidad con el principio de relatividad contractual. En estos supuestos, como se ha analizado, no presenta virtualidad ni operatividad alguna la prueba del “mejor interés de los acreedores”, que constituye un mecanismo de protección individual de acreedores disidentes o no participantes y afectados por el plan.

Sin embargo, si el plan prevé que sus efectos se extenderán a los acreedores disidentes o no participantes, que son los supuestos en los que opera la prueba que estamos analizando, dicho plan habrá de ser objeto de confirmación judicial o administrativa. Con ello, se persigue de algún modo “compensar” los riesgos conexos a la superación del principio de relatividad contractual (art. 1255 CC) que conlleva el “arrastre” de acreedores que no han aceptado el plan, sin entrar en este lugar por exceder del objeto del presente trabajo en el debate sobre la consideración de esta confirmación como condición de la eficacia del plan respecto de todos los acreedores, incluidos los disidentes o no participantes<sup>32</sup>.

En este marco, en la Directiva, se ofrece a los estados miembros la alternativa entre dos

sistemas de confirmación: De un lado, a instancia de parte, con posibilidad de posterior impugnación ante una instancia superior; De otro lado, confirmación tras un contradictorio previo, en cuyo caso no se exige la necesidad de regulación de recurso alguno<sup>33)</sup>.

En ambos supuestos, de una primera lectura del art. 10.2 de la directiva en el que se regulan los criterios de confirmación de los planes de reestructuración, parece que entre éstos se situaría entre otros criterios mínimos y obligatorios de confirmación del plan, la verificación de la prueba del mejor interés de los acreedores (art. 10.2 d).

No obstante, el referido artículo 10.2.d) de la Directiva no ha de interpretarse aisladamente, sino en conexión con el último párrafo de este artículo, en el que en relación a supuestos de confirmación a instancia de parte, expresamente se indica que “una autoridad judicial o administrativa examinará el cumplimiento de lo dispuesto en el párrafo primero letra d) de éste artículo, esto es, el referido a la prueba del mejor interés de los acreedores”, únicamente “cuando se impugne por este motivo”. En este sentido, se legitima en el art. 14.1 a) de la Directiva a cualquier parte afectada y por tanto a los disidentes o no participantes afectados, para impugnar el plan de reestructuración confirmado.

Constituye por tanto el control ex post y a instancia de parte de la prueba del “mejor interés de los acreedores” una excepción respecto del control ex ante de los restantes criterios de confirmación del plan de reestructuración, no produciéndose el control de este test de oficio en todo caso.

Así se confirma por otro lado en el considerando 50 de la Directiva en el que parece justificarse esta opción “a fin de evitar una valoración en cada caso”, con lo que implícitamente se persigue evitar el consiguiente “coste temporal” que ello implicaría y su incidencia negativa en la reestructuración, siendo el propio acreedor disidente afectado quien mejor puede saber si el plan le coloca en peor posición y situación de la que tendría en un eventual escenario de liquidación concursal.

Es cierto que esta opción por un sistema de control ex post a instancia de parte no está exenta de una problemática particular en conexión con la incidencia que dichas impugnaciones podrían tener respecto de la ejecución del plan, así como en temas de eventual suspensión de dicha ejecución, pudiendo comprometer ello el éxito de la reestructuración.

Precisamente con el fin de evitar dicho riesgo se establece en el art. 16.3 de la Directiva que “un recurso contra una decisión confirmatoria de un plan de reestructuración no tendrá efectos suspensivos sobre la ejecución de dicho plan”, dejándose no obstante a los estados miembros la facultad de establecer, como excepción, que las autoridades judiciales puedan suspender dicha ejecución de un plan de reestructuración cuando sea “necesario y apropiado” para garantizar los intereses de una parte.

De todo ello deriva que nos encontramos, por tanto, ante una prueba de evaluación judicial o administrativa en el diseño de la Directiva UE 2019/1023, que opera ex post a través de una eventual impugnación del plan confirmado. Por ello, puede sostenerse que la amplitud y medida de la protección individual de los acreedores disidentes o no participantes en los marcos de reestructuración preventivos, vendrá dada por la interpretación que los jueces hagan en la práctica de ésta prueba, lo que conlleva implícita una litigiosidad que es el precio que tienen que pagar en la práctica quienes optan por los marcos de reestructuración preventivos, a cambio de la superación del principio de relatividad contractual y la posibilidad de frenar el holdout de acreedores.

La consustancial litigiosidad en torno a estos temas de los marcos de reestructuración preventivos se ha advertido por otro lado en la aplicación práctica del modelo del chapter 11

norteamericano en particular en torno a las llamadas “valuation fights” o valoraciones teóricas (desktop valuations) sin contraste de mercado<sup>34)</sup> y que como se ha resaltado inspira la Directiva UE 2019/1023. Por ello entendemos que, la jurisprudencia y la doctrina norteamericana en torno al “Best-interest-of-creditors-test” han de constituir un elemento interpretativo de primer orden en los distintos estados miembros, para entender el funcionamiento de este mecanismo de protección individual de acreedores disidentes o no participantes y adoptar las correspondientes opciones de política legislativa en relación a la transposición de la directiva UE 2019/1023.

---

## NOTAS AL PIE DE PÁGINA

---

32

*Vid.* sobre este tema DIAZ MORENO, A., “Socios, planes de reestructuración y capitalización de créditos en la Directiva UE 2019/1023” en ADCo 50/2020, pp. 23-25.

33

*Vid.*, sobre las opciones que en esta materia ofrece la directiva y las ventajas e inconvenientes de cada una de estas opciones, SANCHO GARGALLO, I., “Revisión de la homologación de acuerdos de refinanciación en el marco de la directiva UE 2019/1023” en RcP /2020, pp. 213 y ss.

34

Obsérvese que esta litigiosidad ya se ha advertido y testado también en el ámbito de la reestructuración del sector financiero en conexión con la recapitalización interna (bail-in) que constituye un cramdown forzoso administrativo en conexión con el principio “non creditor worse off” (NCWO) que constituye la versión en dicho ámbito del “best interest test”. En virtud de este principio ningún acreedor ni accionista debe incurrir en el marco de la resolución bancaria en pérdidas superiores a las que habrían sufrido si la entidad hubiese sido liquidada en un procedimiento concursal, encontrándose pendientes en conexión con la concurrencia de este principio diversas causas incoadas ante el tribunal de justicia de la UE. En realidad, hay que advertir que esta litigiosidad se produce en un contexto en el que la valoración se conecta a una decisión de resolución de una compañía que se considera inviable y por tanto en realidad no se trata de estimar o suponer una valoración sobre hechos futuros que en este contexto ya han acaecido y por tanto en principio no hace falta operación de descuento alguna, sabiendo ya los soportado por socios y accionistas. Frente a ello, en la reestructuración preventiva de empresas no financieras nos movemos en un contexto en el que de lo que se trata es de preservar la continuidad de la compañía y hay que efectuar descuentos trayendo de algún modo el futuro al presente, lo que permite augurar un ámbito aun mayor de litigiosidad que el acontecido en el marco de la reestructuración/ resolución bancaria. Me he ocupado de la particular problemática de la reestructuración bancaria en conexión con la reestructuración de empresas no financieras en PULGAR EZQUERRA, J., “Resolución bancaria versus liquidación concursal: recapitalización interna y valoración de la diferencia en el trato” *op.cit.* pp. 11-66.



02 MAR 2022

# Revista de Derecho Mercantil

CIVITAS

---

## Este PDF contiene

**4.2. La prueba del mejor interés de los acreedores y los efectos de la impugnación con éxito de un plan de reestructuración, p.RR-1.6**

**1. La evolución jurisprudencial y legal en la configuración de mecanismo individuales de protección de acreedores, p.RR-1.7**

**2. La delimitación conceptual de la prueba del mejor interés de los acreedores, p.RR-1.8**

**3. La opción por el elemento comparador en el proyecto de modificación del texto refundido de la ley concursal: la hipotética cuota de liquidación concursal, p.RR-1.9**

# Revista de Derecho Mercantil

2022

Número 323 (Enero-Marzo 2022)

Estudios

1. Reestructuraciones preconcursales forzosas: el mejor interés de los acreedores (JUANA PULGAR EZQUERRA)

II. La protección individual de acreedores afectados en la directiva UE 2019/1023

4. El control de la prueba del mejor interés de los acreedores: la impugnación del plan

4.2. La prueba del mejor interés de los acreedores y los efectos de la impugnación con éxito de un plan de reestructuración

## 4.2. La prueba del mejor interés de los acreedores y los efectos de la impugnación con éxito de un plan de reestructuración

Si queremos valorar la verdadera medida de protección que conlleva la regulación contenida en la Directiva UE 2019/1023 de la prueba del mejor interés de los acreedores, no basta con su enunciación teórica, sino que es preciso analizar que “remedios” se asocian a su incumplimiento, en supuestos de impugnación con éxito del plan de reestructuración.

En principio, si se comprueba que el acreedor afectado recibiría peor trato en un escenario de reestructuración del que recibiría en un escenario de liquidación concursal, a este acreedor solo le restituirían en su inicial posición dos opciones: bien se le garantiza un derecho a realizar los bienes del deudor en el momento de vencimiento de su crédito, concediéndole así un “derecho de salida” en virtud del cual satisfecho su crédito en la medida en que ello sea posible, éste se desvincula de la compañía o bien se le compensa por la diferencia de trato que recibiría en un escenario de liquidación concursal.

La primera opción no parece resultar garantizada por la prueba del mejor interés de los acreedores, que no solo no protege en modo alguno el derecho del acreedor a realizar los bienes del deudor al vencimiento de su crédito, sino que, en el ámbito de la reestructuración temprana en aras del mantenimiento en funcionamiento de la compañía, éste derecho se limita viéndose obligado en ocasiones a seguir financiando / refinanciando a la compañía.

La opción por la compensación es la que ha sido adoptada en el marco de la reestructuración del sistema financiero (art. 75 DRRB) cuando se contraviene en conexión con la recapitalización interna (bail-in) que representa un cramdown regulatorio de carácter administrativo, el principio de valoración de la diferencia de trato de accionistas y acreedores respecto de una liquidación concursal (No creditor worse off, NCWO) que viene a ser la versión en el ámbito bancario de la prueba del mejor interés de los acreedores, insertándose no obstante en aquel ámbito esta “compensación” en un procedimiento que es más liquidativo que conservativo, frente a lo que acontece en el ámbito de las reestructuraciones no financieras.

En el marco del art. 16.4 de la Directiva UE 2019/1023, se ofrecen a los estados miembros distintas opciones conectadas con carácter general a la impugnación con éxito de un plan de reestructuración, sin especificarse consecuencias o efectos específicos cuando ésta impugnación se haya apoyado con éxito en la conculcación de la prueba del mejor interés de

los acreedores.

Así, se contemplan como opciones alternativas: de un lado, dejar sin efecto en su totalidad el plan de reestructuración, lo que “dinamitaría” la reestructuración en si misma considerada; de otro lado, confirmar el plan de reestructuración con enmiendas a este, cuando así lo contemple la normativa nacional, incidiendo esta última opción en la autonomía de la voluntad de las partes y conllevando una cuestionable inmixción judicial o en su caso administrativa sobre el órgano competente para confirmar el plan en función del concreto modelo de derecho comparado de que se trate; Finalmente, se admite la posibilidad de otorgar una indemnización, que no una compensación, a aquéllas partes impugnantes que hayan sufrido pérdidas financieras, lo que conllevaría la sustitución de la satisfacción del crédito, que es a lo que tendría derecho el acreedor, por su equivalente indemnizatorio, se sobreentiende con cargo a la compañía.

No se regula por tanto entre los efectos previstos en el art. 16.4 de la Directiva conectados al éxito de la impugnación, lo que como adelantábamos, habría constituido la verdaderamente efectiva protección del acreedor disidente y afectado, que ha resultado lesionado en su mejor interés como acreedor, esto es, la compensación a éste por la referida diferencia de trato en una eventual liquidación concursal.

Una vez analizada la regulación de la prueba del mejor interés de los acreedores contenida en la Directiva UE 2019/1023, podemos analizar el modo en que se proyecta su transposición a nuestro derecho en esta materia, lo que como se analizará a continuación no supondrá la introducción Ex Novo de esta prueba.

# Revista de Derecho Mercantil

2022

Número 323 (Enero-Marzo 2022)

Estudios

1. Reestructuraciones preconcursales forzosas: el mejor interes de los acreedores (JUANA PULGAR EZQUERRA)

III. La transposición de la directiva al derecho español: la individualización de la prueba del mejor interés de los acreedores

1. La evolución jurisprudencial y legal en la configuración de mecanismo individuales de protección de acreedores

## III. LA TRANSPOSICIÓN DE LA DIRECTIVA AL DERECHO ESPAÑOL: LA INDIVIDUALIZACIÓN DE LA PRUEBA DEL MEJOR INTERÉS DE LOS ACREEDORES

En el derecho español se ha optado por razones conceptuales y sistemáticas, por abordar la transposición de la directiva UE 2019/1023 sobre marcos de reestructuración preventiva en sede concursal y no societaria, como de otro lado ha acontecido en el modelo alemán u holandés, encontrando en este ámbito su justificación el proyecto de modificación del texto refundido de la ley concursal, aprobado en consejo de ministros el día 21 de diciembre de 2021.

El Reino de España se acogió a la prórroga de un año para su transposición prevista en el art. 34.2 de la Directiva, concluyendo por tanto el plazo para ello el 17 de julio de 2022, siendo previsible no obstante que dicho plazo no se agote por dos razones; De un lado, por el avanzado momento en el que se encuentra la tramitación del proyecto, en el momento de concluirse la redacción de este trabajo.

De otro lado, porque la transposición de la Directiva UE 2019/1023 resulta doblemente obligada, no solo por las reglas generales de aplicación del derecho Europeo, sino también por formar parte esta materia del marco regulatorio de reformas exigidas por la Unión Europea como condición para la percepción de los fondos next generation sometida a sus propios plazos, constituyendo la liberación de estos uno de los elementos claves de la recuperación económica de empresas y autónomos en un escenario post Covid<sup>35</sup>.

La transposición a nuestro derecho de la Directiva UE 2019/1023, en lo que se refiere a la regulación de la protección de los derechos individuales de los acreedores a través de la prueba del mejor interés, no conllevará su introducción ex novo, pero sí su replanteamiento sistemático y su desvinculación de la idea del sacrificio desproporcionado, al que tradicionalmente se había vinculado dicha prueba por vía jurisprudencial o legal en el texto refundido de la ley concursal.

Analizaremos a continuación el modo en el que tradicionalmente se había producido la recepción de dicha prueba en nuestro derecho, para abordar posteriormente su regulación en el proyecto de modificación del texto refundido de la ley concursal y los cambios proyectados en esta materia.

### 1. LA EVOLUCIÓN JURISPRUDENCIAL Y LEGAL EN LA CONFIGURACIÓN DE MECANISMO

## INDIVIDUALES DE PROTECCIÓN DE ACREEDORES

La introducción en nuestro derecho de la prueba del mejor interés de los acreedores se ha producido por dos vías escalonadas en el tiempo, con anterioridad a la transposición de la Directiva UE 2019/1023, e incluso con anterioridad a la aprobación de ésta, cuando solo se había publicado la recomendación de la Comisión Europea sobre un nuevo enfoque al fracaso empresarial de 12 de marzo de 2014, que constituyó el precedente de esta Directiva.

En un primer momento, la recepción de esta prueba se produjo por vía jurisprudencial a través de nuestros jueces de lo Mercantil, en paralelo con la evolución en nuestro derecho del concepto de sacrificio desproporcionado como criterio para impugnar los acuerdos homologados de refinanciación, tempranamente regulados en nuestro derecho.

En efecto, como es sabido, nuestro modelo se ha caracterizado frente a otros derechos como el alemán, por la regulación temprana de los acuerdos preconcursales a través de los acuerdos de refinanciación, con incidencia en el pasivo de la compañía en dificultades financieras. Así, en el año 2009 se introdujeron embrionariamente los acuerdos de refinanciación en virtud del Real Decreto-Ley 3/2009, al que siguió la posterior ley 38/2011 de 11 de octubre de 2011, así como los posteriores Reales Decretos-Leyes 4/2014 y 11/ 2014, que supondrían un impulso definitivo a la configuración de la tipología de acuerdos de refinanciación homologados.

La homologación, como es sabido, supuso una nueva clase de tutela judicial a la que se vinculaba el “efecto arrastre” de acreedores financieros disidentes, por los efectos de los acuerdos aceptados por elevadas mayorías de acreedores. Estos acreedores resultaban protegidos a través de la impugnación de dicha homologación, que desde un momento inicial se vinculó al “sacrificio desproporcionado”, lo que conectaba con la necesaria equidad y proporcionalidad que debe concurrir en el sacrificio impuesto a quienes no habían aceptado el acuerdo, pero resultaban afectados por éste.

El “sacrificio desproporcionado” cómo concepto jurídico indeterminado, que suponía un juicio valorativo que recordaba a la idea del “sacrificio patrimonial justificado” acuñado en su momento por la Audiencia Provincial de Barcelona en sede de rescisión concursal (Sentencia de 6 de febrero de 2009) conllevó para los jueces de lo mercantil -dada la dificultad de su concreción a priori y para todo caso- un importante esfuerzo interpretativo y de construcción. Todo ello, en el marco del control sobre la extensión de efectos que aquellos ejercían a través de la resolución de la impugnación de la homologación, en un primer momento de oficio y ex ante, en sede misma de homologación como uno de los criterios de ésta y con posterioridad ex post y a instancia de parte, en virtud de la acertada modificación introducida en ésta materia en virtud del Real Decreto-Ley 4/2014 posteriormente convertido en ley 17/2014, a la vista de los inconvenientes y costes temporales que conllevaba la opción por un sistema de control ex ante y que ya han sido analizados, en conexión con las opciones posibles en el marco de la Directiva UE 2019/1023.

Pues bien, en este marco nuestros jueces de lo mercantil en un importante esfuerzo interpretativo, incorporaron la prueba del mejor interés de los acreedores, con ocasión de la resolución de la impugnación de importantes acuerdos de refinanciación. Así, entendieron que en la valoración y apreciación del “sacrificio desproporcionado” debía acudir a un elemento referencial, conforme al cual pudiera medirse el sacrificio del impugnante y que en algunas resoluciones se situó en la expectativa de recuperación del crédito que el acreedor impugnante tendría en un escenario de eventual e hipotética liquidación concursal<sup>36)</sup>.

En una segunda etapa, tras la aprobación y entrada en vigor del Texto Refundido de la ley concursal aprobado por Real Decreto-Legislativo 1/ 2020 de 5 de mayo, se produjo la recepción legal de la prueba del mejor interés de los acreedores desde un punto de vista

sustancial y material, aun cuando no nominalmente, incorporándose a nuestro derecho preconcursal de acuerdos de refinanciación homologados. De nuevo, esta regulación legal se produjo en conexión con el concepto de “sacrificio desproporcionado”, pasando a constituir en el art. 619.3 TRLC una presunción “Iuris et de Iure” de dicho sacrificio, que el acreedor que no gozara de garantía real pudiera obtener en la liquidación de la masa activa una mayor cuota de satisfacción que la prevista en el acuerdo de reestructuración, manteniéndose por tanto la ya tradicional conexión en nuestro derecho entre dicho sacrificio y la prueba del mejor interés de los acreedores.

La tercera etapa, la estamos iniciando con ocasión de la transposición a nuestro derecho de la Directiva UE 2019/1023 que supondrá dotar de autonomía sistemática a la regulación legal de la prueba del mejor interés de los acreedores, como criterio de impugnación de los planes de reestructuración homologados, desvinculado ya de la idea del sacrificio desproporcionado.

---

## NOTAS AL PIE DE PÁGINA

---

35

*Vid.* al respecto NOVO CUBA, P., “El gran reto de la transposición de la Directiva UE 2019/1023” en Revista General de Insolvencias y reestructuraciones (I&R), número extraordinario 3/2021, pp. 20-21.

---

36

El papel de nuestros jueces de lo mercantil ha sido clave en nuestro derecho en relación con la incorporación del test del mejor interés de los acreedores en el marco del sacrificio desproporcionado. *Vid.* SJM n.º 2 de Sevilla de 24 de octubre de 2016 (Abengoa, leading case) invocando la entonces Recomendación de la Comisión Europea sobre un nuevo enfoque al fracaso empresarial de 12 de marzo de 2014, precedente de la actual Directiva UE 2019/1023 sobre marcos de reestructuración preventiva y mecanismos de segunda oportunidad; con posterioridad *Vid.* en esta línea, SJM n.º 10 de Barcelona de 29 de noviembre de 2016; Sentencia del juzgado Mercantil n.º 2 de Sevilla de 25 de septiembre de 2017 (Abengoa) (La Ley 127235/2017) resaltando las cuestiones prácticas que la aplicación del “The best interest test” puede conllevar en particular en materia de grupos. *Vid.* en nuestra doctrina analizando lo que supuso en nuestro modelo la incorporación del Best Interest Test en la referida sentencia de abengoa FLORES SEGURA, M., “lo que abengoa nos ha enseñado sobre el sacrificio desproporcionado de los acreedores financieros” disponible en <https://www.blog.fder.uam.es/2018/03/07/lo-que-abengoa-nos-ha-enseñado-sobre-el-sacrificio-desproporcionado-de-los-acreedores->. AZNAR GINER, E., “La impugnación de acuerdos de refinanciación homologados: el Caso Abengoa (Comentario a la sentencia del juzgado de lo mercantil núm. 2 de Sevilla de fecha 25 de septiembre de 2017)”, RDCP, núm. 28, 2018, pp. 213-230. *Vid.*, aplicando así mismo la prueba del mejor interés de los acreedores en el marco del sacrificio desproporcionado, como criterio de impugnación de acuerdos de refinanciación homologados, la Sentencia del juzgado mercantil n.º 11 de Madrid de 22 de julio de 2016 (BODYBELL, FD 5.3); Sentencia del juzgado de lo mercantil n.º 10 de Barcelona de 29 de noviembre de 2016; Sentencia del juzgado de lo mercantil n.º 2 de Madrid de 14 de enero de 2019 (Isolux).

# Revista de Derecho Mercantil

2022

Número 323 (Enero-Marzo 2022)

Estudios

1. Reestructuraciones preconcursales forzosas: el mejor interés de los acreedores (JUANA PULGAR EZQUERRA)

III. La transposición de la directiva al derecho español: la individualización de la prueba del mejor interés de los acreedores

2. La delimitación conceptual de la prueba del mejor interés de los acreedores

## 2. LA DELIMITACIÓN CONCEPTUAL DE LA PRUEBA DEL MEJOR INTERÉS DE LOS ACREEDORES

En el proyecto de ley de reforma del texto refundido de la ley concursal para la transposición a la legislación española de la directiva (UE) 2019/1023, se regula como no podía ser de otro modo la prueba del mejor interés de los acreedores, como mecanismo de protección individual del acreedor disidente y afectado por un plan de reestructuración. Ello no se acompaña de un reforzamiento de las mayorías para alcanzar el plan, que como se ha adelantado también constituiría un mecanismo de protección de acreedores afectados y no aceptantes del plan de reestructuración, habiéndose optado acertadamente en el art. 629 por una sola mayoría en la votación del plan a través de un criterio cuantitativo (importe de los créditos), exigiéndose dos tercios del importe del pasivo o tres cuartos de dicho importe en supuestos en los que la clase estuviera formada por créditos con garantía real (art. 629.2). Esta opción entre otros aspectos evidencia la importancia que en nuestro derecho tendrá, tras la transposición de la Directiva UE 209/1023 la prueba del mejor interés de los acreedores, como mecanismo de protección de acreedores disidentes afectados por un plan de reestructuración.

Sobre la base de estas premisas y antes de abordar el análisis de la regulación proyectada de la prueba, en lo relativo a su ámbito de aplicación subjetivo, delimitación material y temporal, así como su control, resulta conveniente analizar la delimitación conceptual de la prueba contenida en el proyecto de modificación del texto refundido de la ley concursal.

En el art. 654.6.º del proyecto, se opta por una definición en sentido negativo (se define cuando el plan no superará esta prueba), frente a la definición positiva contenida en la directiva (se define cuando el plan supera esta prueba).

Así, conforme al art. 654.6.º in fine “se considerará que el plan no supera esta prueba cuando sus créditos se vean perjudicados por el plan de reestructuración en comparación con su situación en caso de liquidación concursal de los bienes del deudor, individualmente o como unidad productiva. A los efectos de comprobar la satisfacción de esta prueba, se comparará el valor de lo que reciban conforme al plan de reestructuración con el valor de lo que pueda razonablemente presumirse que hubiesen recibido en caso de liquidación concursal. Para calcular este último valor, se considerará que el pago de la cuota de liquidación tiene lugar a los dos años de la formalización del plan”.

La Definición contenida en nuestro proyecto de transposición se adapta a la definición contenida en el art. 2.1. 6.º de la Directiva, introduciéndose no obstante matices propios que, como se analizará más adelante, sin desvirtuar el contenido básico de la prueba, persiguen de

algún modo facilitar su aplicación práctica.

Así, de un lado, se hace expresamente referencia a la “razonabilidad” en la presunción de lo que el acreedor disidente hubiera recibido en un escenario de liquidación concursal. Ello alude acertadamente al carácter contrafactual de esta prueba que “mide” y contrapone escenarios hipotéticos, empleándose en la directiva el adjetivo “razonable” solo en el considerando 49 en relación a la aplicación de la prueba a los socios y no así en el art. 2.1.6 en el que se contiene el concepto general de la prueba, siendo no obstante en ese sentido en el que habría de interpretarse dicho precepto.

De otro lado, en relación con el cálculo de la cuota de liquidación, se tiene en cuenta expresamente en nuestro proyecto de transposición el elemento temporal que no se encuentra presente en el art. 2.1. 6.º de la Directiva, considerándose a efectos de dicho calculo que el pago de dicha cuota de liquidación tendría lugar en el plazo de dos años desde la formalización del plan.

Con ello, se da entrada legalmente en un modo expreso al factor “tiempo” en el cálculo y determinación de la hipotética cuota de liquidación, que como se analizará es uno de los elementos que la doctrina y en ocasiones la jurisprudencia norteamericana han cuanto menos relativizado en la determinación de la hipotética cuota de liquidación, tema este sobre el que volveremos más adelante.

# Revista de Derecho Mercantil

2022

Número 323 (Enero-Marzo 2022)

Estudios

1. Reestructuraciones preconcursales forzosas: el mejor interes de los acreedores (JUANA PULGAR EZQUERRA)

III. La transposición de la directiva al derecho español: la individualización de la prueba del mejor interés de los acreedores

3. La opción por el elemento comparador en el proyecto de modificación del texto refundido de la ley concursal: la hipotética cuota de liquidación concursal

### 3. LA OPCIÓN POR EL ELEMENTO COMPARADOR EN EL PROYECTO DE MODIFICACIÓN DEL TEXTO REFUNDIDO DE LA LEY CONCURSAL: LA HIPOTÉTICA CUOTA DE LIQUIDACIÓN CONCURSAL

En el artículo 654.6.º, párrafo segundo del proyecto de modificación del texto refundido de la ley concursal, acertadamente se opta por el planteamiento tradicionalmente presente en el chapter 11 del bankruptcy code, reconduciendo el elemento comparador de la satisfacción del acreedor disidente afectado, a un escenario de eventual liquidación concursal, contraponiéndose una hipotética cuota de liquidación a la cuota de reestructuración.

No se ha optado por tanto acertadamente en nuestro proyecto por la posibilidad presente en la directiva de situar, el elemento comparador en el "mejor escenario alternativo" si el plan de reestructuración no hubiera llegado a aprobarse. Esta opción, como se ha analizado en conexión con la Directiva, es cierto que habría permitido flexibilizar el modelo, pero a su vez habría conllevado un elemento especulativo, del que habría derivado una mayor incertidumbre e inseguridad jurídica, que la que estaría implícita en la opción por el escenario legal comparador único y prefijado de la liquidación concursal.

En efecto, es cierto que optar por la liquidación concursal como elemento comparador conlleva la dificultad de determinar la cuota de liquidación concursal del acreedor que también conlleva incertidumbre. No obstante, no es menos cierto que la opción por el mejor escenario alternativo añadiría a esa incertidumbre de cuantificación de lo que recibiría el acreedor disidente, el problema de determinar cuál habría sido la mejor solución alternativa y el sujeto competente para su determinación, en el marco de la amplia delimitación del presupuesto objetivo de estos marcos por el que se opta en el proyecto (insolvencia actual, inminente y probabilidad de insolvencia), habiéndose reproducido previsiblemente en relación a nuestro modelo las dudas ya analizadas respecto de la directiva, con el consiguiente riesgo de litigiosidad<sup>37)</sup>.

Esta ha sido además la opción del modelo holandés en el que en la transposición de la Directiva UE 2019/1023 se ha optado por el tradicional modelo comparador proveniente del Chapter 11 del Bankruptcy Code norteamericano, referido a la liquidación concursal en su modalidad de liquidación por partes o de la empresa como unidad productiva en su totalidad<sup>38)</sup>, contrastando ésta opción con la solución más flexible por la que se ha optado en el modelo alemán, en el que se incorpora, de algún modo, el mejor escenario alternativo como elemento comparador<sup>39)</sup>.

Que el factor comparador debería situarse en un escenario concursal, parece claro si tenemos además en cuenta que estos marcos de reestructuración preventivos se presentan como alternativa a un concurso de acreedores, cuya declaración se trata de evitar, al considerarse que la reestructuración preventiva preconcursal conlleva ventajas frente a aquel para los distintos intereses afectados por las dificultades económicas del deudor frente al concurso. No obstante, la siguiente cuestión que se plantea es determinar porque la referencia en el proyecto se hace en un escenario concursal respecto de la liquidación y no respecto de un convenio concursal.

Esta opción resulta justificada, de un lado, porque si no prospera una solución preconcursal de reestructuración, parece presumible que el deterioro de esta situación económica será rápido, lo que previsiblemente abocará a la compañía a un concurso de acreedores con liquidación, aun cuando ello vendrá en gran medida determinado por el presupuesto objetivo económico en el que se encuentre la compañía dentro de la amplia delimitación de éste por la que se opta en el proyecto (art. 636) (no es lo mismo que el plan fracase estando la compañía en insolvencia actual que en insolvencia inminente o mero riesgo de insolvencia).

En este sentido, es cierto también que el concurso de acreedores podría desembocar en un convenio concursal de base negociada como los planes de reestructuración preconcursales, pero parece que podría no tener sentido fracasada la solución negociada preconcursal volver a intentarlo en un escenario judicial concursal, salvo si tenemos en cuenta que en nuestro modelo las mayorías exigidas para alcanzar el convenio concursal son inferiores a las exigidas para alcanzar un plan de reestructuración.

De otro lado, desde un punto de vista económico, la liquidación concursal sería en principio el peor escenario en el que podrían encontrarse los acreedores o al menos determinadas categorías de estos con arreglo a los rangos concursales.

En efecto, se ha sostenido desde diversos ámbitos que la liquidación concursal constituiría el mejor modo de destrucción de valor empresarial, no solo por el impacto negativo que conlleva para el deudor su entrada en concurso (estigma) lo que por otro lado sería común a la solución conservativa al concurso de acreedores, sino además porque esta liquidación en principio supone “desgajar” la valoración de sus activos del funcionamiento en el mercado de la compañía (avivamiento/fondo de comercio/ clientela/ know-how), excepción hecha de los supuestos de liquidación de empresas en funcionamiento, a través de la enajenación de unidades productivas.

Todo ello, disminuye las expectativas de satisfacción de los acreedores de sus créditos, sobre todo de aquellos que en un escenario concursal serían calificados como acreedores subordinados y que entre otros efectos (pérdida de derecho de voto, extinción en su caso de garantías reales de que sean titulares) resultan postergados en su satisfacción hasta la íntegra satisfacción de los acreedores privilegiados y ordinarios, lo que en combinación con la depreciación del valor de los activos por efecto de la liquidación, disminuye enormemente su posibilidades de satisfacción.

Sobre la base de estas consideraciones, lo adecuado en la transposición de la directiva parece ser contrastar en virtud de la prueba del mejor interés de los acreedores como mecanismo de protección del acreedor disidente su situación en el peor escenario (liquidación) con el que en principio parecería un escenario mejor al entender de una amplia pluralidad de acreedores (sabiduría del colectivo) que han decidido apoyar votando por amplias mayorías el plan de reestructuración.

Así mismo, entendemos que esta preferente comparación con un escenario hipotético de liquidación concursal tendría además otro fundamento, conectado a cierto componente liquidativo que conllevan los mecanismos de reestructuración preventivos en el marco de la

estructura de capital, en el sentido de financiación permanente a largo plazo de la compañía, a la que en principio se dirigen en el proyecto estos marcos, aun cuando con la opción de incorporar también como parte afectada por los planes de reestructuración a los acreedores comerciales (p. ej. proveedores), frente a la afectación exclusiva de los acreedores titulares de pasivos financieros en el régimen actual de los acuerdos homologados de refinanciación (art. 606 TRLC).

Cuando hablamos de la “estructura de capital”, nos estamos refiriendo al concepto angloamericano que la doctrina económica define como la financiación permanente de la compañía representada por la deuda a largo plazo, el capital y el patrimonio, integrándose por tanto por todos los recursos de capital a largo plazo empleados en un proyecto empresarial, con inclusión de los recursos propios y ajenos.

En éste contexto, la doctrina ha resaltado que la estructura de capital ha de entenderse como un “juego” de derechos de opción de compra entre sus integrantes (call option), constituyendo un mecanismo que permite en su caso a los acreedores adquirir la propiedad de la compañía por el valor de su deuda<sup>40</sup>, lo que es objeto de negociación entre los acreedores a través de los distintos instrumentos que regulan las relaciones internas en la estructura de capital, entre los que destaca y ocupa un lugar esencial el contrato entre acreedores.

Desde estas consideraciones en relación a la estructura de capital, los mecanismos de reestructuración preventivos presentarían un cierto “componente liquidativo”, tratando de contraponerse en virtud de la prueba del mejor interés de los acreedores la protección de los acreedores individualmente considerados en la “liquidación” que conlleva la reestructuración preventiva, en el sentido de distribución del valor de reestructuración entre los acreedores con arreglo a una valoración teórica de la compañía (desktop value) que suele implicar la satisfacción de los acreedores en títulos y no en cash, a la hipotética cuota de liquidación concursal, que sobre la base de una valoración de mercado supone en principio la satisfacción en metálico y no en títulos de los acreedores, con la necesidad de optar entre una liquidación como empresa en funcionamiento o por partes (piecemeal).

### **3.1. El cálculo de la cuota de liquidación del acreedor disidente o no participante afectado**

La determinación de la cuota de liquidación para realizar la comparación con la cuota de reestructuración, a los efectos de justificar la equidad en el sacrificio impuesto al acreedor disidente o no participante que no consintió la reestructuración, pero sin embargo se ve afectado por ésta, constituye una operación que podríamos calificar como multifuncional y que en nuestro proyecto conecta con el “cuanto” y “cuando” recibiría su hipotética cuota de liquidación el acreedor disidente y afectado por el plan.

El “cuanto” vendrá dado por la valoración de los activos de la compañía, eventuales acciones rescisorias y rangos concursales, así como por las posibilidades de éxito del plan de reestructuración, lo que en interpretación de la doctrina norteamericana representaría el elemento esencial, restando importancia a la consideración de otros elementos como el factor tiempo<sup>41</sup>. Ello conlleva la necesidad de determinar el sujeto que habrá de realizar esta valoración, resultando clave por quien, y para que se hace ésta, habiéndose optado en nuestro proyecto porque esta valoración provenga en principio del propio deudor, a la que se contrapondrá en su caso la valoración que presente el acreedor impugnante de la homologación del acuerdo. Ello será determinante de que la primera valoración de la compañía se vea influida por la visión demasiado optimista o en su caso pesimista que éste tenga respecto de su propio negocio, con el correspondiente sesgo cognitivo para el juez que ha de decidir sobre la valoración presentada por el deudor y en su caso por los correspondientes dictámenes económicos existentes.

Ello ha llevado a un relevante sector doctrinal a sostener la conveniencia de apartar al deudor, así como a sus socios, administradores y liquidadores del proceso valorativo de la compañía<sup>42)</sup>, lo que a nuestro entender y aun compartiendo en cierto modo las razones que motivan esta interpretación no es conveniente; De un lado, porque sin la colaboración del deudor resulta difícil en la práctica reunir la información económica necesaria para valorar la compañía. De otro lado, porque a nuestro entender resulta conveniente en la práctica la colaboración del deudor en cada una de las fases del proceso de reestructuración y por tanto también en la inicial valoración de los activos de la compañía, si se quiere que ésta tenga éxito. En este sentido, aun cuando es cierto que se contempla en el proyecto la posibilidad de reestructuraciones forzosas tanto para el deudor como para los acreedores, se trata de propiciar como regla general reestructuraciones consensuadas manteniendo y propiciando el principio “debtor in possession”, que en un sentido amplio aludiría no solo al mantenimiento por el deudor de la gestión de su negocio, sino también de su participación en los procesos valorativos de las compañías.

De otro lado, hay que optar por uno de los diversos métodos existentes de valoración de las compañías<sup>43)</sup> contemplándose habitualmente tres posibles métodos: patrimoniales, basados en la información contable; por múltiplos referenciados a empresas o transacciones comparables y de descuento de flujos de caja (free cash flow), siendo este último el método frecuentemente utilizado, lo que conlleva calcular el valor actual neto de los flujos de caja futuros descontados a una determinada tasa, no siendo como es sabido pacífico éste cálculo en la práctica<sup>44)</sup>. Todo ello en el marco de la necesaria opción entre un escenario hipotético de liquidación gradual por partes (piecemeal liquidation) o como unidad productiva en funcionamiento (going concern) debiéndose optarse, como ha resaltado la doctrina, por el valor que hipotéticamente resulte mayor entre ambos<sup>45)</sup>.

Hasta aquí, el análisis de la valoración de la compañía es estrictamente económico, en orden a determinar la cuantía de la hipotética cuota de liquidación, pero no es este a nuestro entender el único análisis que hay que realizar en orden a valorar la posición del acreedor afectado disidente o no participante en la reestructuración.

En este sentido, entendemos que debe tomarse también en consideración el “cuando” habría sido satisfecho el acreedor disidente afectado, porque tomando en consideración el valor temporal del dinero, cuanto más tarde acontezca ello, menor valor presente tiene su crédito. Adquiere así importancia el factor tiempo, dado que al acreedor le importa no solo recibir la cuantía de su cuota de liquidación, sino también el plazo temporal en el que recibiría ésta, con relación al plazo en el que recibiría la cuota de reestructuración.

En este sentido, en un escenario de liquidación concursal en principio se facilita la “salida” del acreedor recibiendo su cuota de liquidación con el descuento de un año que puede en su caso recaer respecto de los acreedores con garantía real, frente a la retención que para este puede suponer un plan de reestructuración, cuya ejecución y por tanto la satisfacción de los acreedores previsiblemente se extenderá en el tiempo.

Como se ha adelantado, en nuestro proyecto se sustantiva legalmente el factor tiempo que ya ha revelado su importancia en el ámbito de la resolución bancaria en relación con el principio “No creditor worse off” (NCWO), versión regulatoria administrativa de la prueba del mejor interés de los acreedores<sup>46)</sup>, como uno de los elementos que hay que tener en cuenta en el cálculo y determinación de la cuota de liquidación.

Así, en el Art. 654.6.º in fine del proyecto y al efecto de facilitar la determinación de dicho factor tiempo, evitando o al menos minimizando posibles controversias que ya se manifestaron en ocasiones en la práctica de la homologación de los acuerdos de refinanciación<sup>47)</sup>, se ha establecido que “el pago de la cuota de liquidación tendrá lugar a los dos años de la formalización del plan de reestructuración”, sin matización alguna en

supuestos en los que el concurso pudo desembocar en liquidación, por causa de un previo incumplimiento de un convenio concursal.

La fijación de este plazo se ha hecho, no tanto considerando la duración media de los concursos en España que puede extenderse durante 4-5 años, cuanto, estableciendo una media ponderada de dicha duración, habiéndose tenido también de algún modo en cuenta en la cuantificación de esta duración en dos años la penalización que recae sobre la administración concursal por prolongación indebida de la liquidación (art. 427 TRLC).

De otro lado, habrá de tomarse en consideración también en relación con el “cuando”, la clasificación y posición que dicho crédito ocuparía en una hipotética liquidación concursal. En éste marco, habrá que determinar si se trataría de un acreedor con privilegio general o especial, teniendo en este segundo supuesto en todo caso un derecho a satisfacerse con la ejecución del bien afecto a la garantía hasta donde alcance la garantía, con el descuento del año de paralización de ejecuciones que conlleva el concurso de acreedores, remitiéndose a otro lugar del presente trabajo la particular problemática que supone la valoración de la prueba del mejor interés respecto de estos acreedores.

Respecto de las restantes posibles clasificaciones concursales de los acreedores disidentes o no participantes afectados, habrá de tomarse en cuenta en particular su eventual consideración como acreedores subordinados, dado que ello reduce como se ha adelantado enormemente sus posibilidades de satisfacción. Así, habrá de calcularse hipotéticamente la cuantía de los créditos contra la masa, el valor de las eventuales garantías reales de las que disfruten otros acreedores, así como la cuantía de los acreedores ordinarios, dado que solo entonces podrían ser satisfechos los acreedores subordinados. Por tanto, difícilmente su cuota de reestructuración les colocaría en peor situación de lo que estarían en un eventual escenario de liquidación concursal, esto es, la situación justo inversa que acontece y puede manifestarse respecto de los acreedores dotados de garantía real.

Tema distinto y previsiblemente frecuente en la práctica será que el acreedor disidente afectado por el plan “cuestione” la consideración subordinada de su crédito a efectos de determinación de su cuota de liquidación y no tanto la “impugne” porque es una hipotética clasificación concursal de su crédito, sin que todavía se haya declarado un procedimiento judicial concursal. En este sentido, pensemos por ejemplo en la consideración subordinada del crédito del acreedor disidente o no participante como persona especialmente relacionada con el deudor, uno de cuyos supuestos en modelos como el nuestro, conecta con el momento de nacimiento del crédito y la condición de socio (art. 283.1. 1.º y 4.º TRLC), lo genera como hemos podido constatar en la práctica concursal controversia y litigiosidad en relación con la fijación de este momento.

En este marco, habría de tenerse además en cuenta el tratamiento que en sede concursal recibirían los eventuales pactos de subordinación contractual entre acreedores que se hubieran podido alcanzar, como mecanismo ex ante de resolución de posibles conflictos en la estructura de capital, hacia la que prevalentemente se dirigen los marcos de reestructuración preventivos, sin perjuicio de la posibilidad admitida en el proyecto de poder extender también en ocasiones su ámbito a otros acreedores (p. ej. acreedores comerciales).

En este contexto de eventuales acuerdos entre acreedores, el acreedor disidente o no participante en la votación puede ocupar en la reestructuración una posición de subordinación relativa, esto es, solo frente a ciertos acreedores y solo a efectos de postergación en el cobro convencionalmente acordada<sup>48)</sup>.

Esta subordinación relativa convencionalmente acordada no tiene reconocimiento legal en nuestro modelo actual concursal. En efecto, en el art. 281.1.1.º TRLC solo se contempla una subordinación legal plena, esto es, frente a todos los acreedores y con efectos ex lege no solo

en relación a la postergación en el cobro perseguida inicialmente por las partes en el contrato entre acreedores, sino además respecto de la pérdida de derecho de voto (art. 352.1 TRLC), no contabilización en el quorum para la constitución de la junta de acreedores y extinción y cancelación registral de garantías de que eventualmente fueran titulares estos acreedores, siendo por tanto peor la situación del acreedor convencionalmente subordinado en un escenario de liquidación concursal, que en un escenario de reestructuración preventiva.

La ausencia de reconocimiento legal de la subordinación relativa convencionalmente acordada, en modelos como el nuestro, puede distorsionar en la práctica la aplicación de la prueba del mejor interés de los acreedores. En efecto, en la liquidación concursal el juez en principio no va a reconocer los pactos de subordinación relativos, dada la ausencia en nuestro derecho de regulación de estos, por lo que dichos créditos no serían subordinados, recibiendo la clasificación legal que le corresponda, p. ej. en su caso crédito ordinario salvo que pudiera atraer sobre sí otra clasificación con independencia del pacto de subordinación contractual.

Ello podría conllevar, como efecto no deseado, que el acreedor que se vería afectado por el pacto de subordinación relativa, pueda alegar que está siendo peor tratado en términos del momento (tiempo) en el que se produciría su satisfacción en conexión con el rango y la clasificación de su crédito en el marco de la reestructuración preventiva (posición subordinada), respecto de la que recibiría en un escenario de liquidación concursal (p. ej. crédito ordinario). Se estaría por tanto dando a estos acreedores un poder de negociación superior al que se había pactado (leverage) pudiendo hacer “descarrilar” en ocasiones los procesos de reestructuración.

No obstante, no es menos cierto que en el modelo diseñado en el proyecto la prueba del mejor interés de los acreedores, no se comprueba de oficio en ningún caso sino a instancia del acreedor afectado vía oposición o impugnación de la homologación, pudiendo pensarse que no sería en principio coherente que el mismo acreedor que forma parte del pacto de subordinación contractual relativo, invoque un tratamiento peor en sede de reestructuración preventiva del que recibiría en un escenario de liquidación concursal, previéndose en ocasiones en el propio pacto entre acreedores una renuncia expresa a impugnar en estos casos el plan, lo que plantea la particular problemática del reconocimiento de los derechos accesorios en los intercreditos.

En este marco, ha de recordarse que la legitimación legal activa de estos acreedores para impugnar se mantiene y de otro lado, la realidad del mercado ha evidenciado en ocasiones la posibilidad de escenarios como el descrito (p. ej. rey al urbis), lo que hace necesario abordar una reforma legal en esta materia en orden a reconocer legalmente también los pactos de subordinación contractual relativa<sup>49</sup>.

De un lado, con el fin de dotar de eficacia a la protección ex ante de sus créditos por parte de los acreedores que estos pactos conllevan, haciendo que los intercreditors funcionen de verdad en nuestro modelo, lo que no acontece en la actualidad; De otro, con el fin de evitar la descrita posible distorsión teórica y práctica de la prueba del mejor interés de los acreedores, que conlleva la actual falta de reconocimiento en sede concursal de los pactos de subordinación relativa entre acreedores en nuestro derecho.

Ello constituye precisamente una de las “asignaturas pendientes” de la reforma proyectada del Texto Refundido de la ley concursal que no incide en esta materia. Así, en la exposición de motivos del proyecto, se resalta que la opción ha sido guardar silencio con relación a los pactos contractuales de subordinación entre acreedores, en conexión con la formación de clases de acreedores en el marco de los planes de reestructuración, dejando que sean los propios mecanismos internos de voto, los que en su caso jueguen y se externalicen<sup>50</sup>, sin que se incida tampoco en modo alguno en la regulación de estos pactos en sede de concurso de

acreedores. Por tanto, tras la transposición a nuestro derecho de la directiva UE 2019/1023 seguirá subsistiendo el riesgo señalado de distorsión de la prueba del mejor interés de los acreedores, en relación con los pactos internos de subordinación relativos entre acreedores.

De otro lado, se suscita como una cuestión esencial analizar si en la determinación de una hipotética cuota de liquidación, habría de ser tenida en cuenta una eventual calificación culpable del concurso cuando existan a priori indicios de dicha calificación y eventual condena a la cobertura del déficit patrimonial por las personas afectadas por la calificación (administrador social, liquidadores y en modelos como el nuestro los socios por obstaculización sin causa razonable de la conversión de deuda en capital).

Es cierto que en modelos como el nuestro la liquidación como solución al concurso conlleva en todo caso apertura de la sección de calificación, pudiendo incidir una eventual condena a la cobertura del déficit no tanto en la cuota de liquidación del acreedor disidente o no participante que por ello no acrece, cuánto en relación a sus posibilidades de satisfacción y en su caso en el tiempo necesario para ello en la medida en que nos encontramos ante un mecanismo de completamiento del patrimonio del deudor. No obstante, no es menos cierto que la apertura de la sección de calificación que conlleva la liquidación concursal no supone en todo caso la calificación culpable del concurso, ni en todo caso la condena a la cobertura del déficit patrimonial dado que ello conlleva un margen de apreciación por el juez (art. 442 TRLC). Por tanto, incluir estas variables en la determinación de la cuota de liquidación del acreedor disidente o no participante afectado conllevaría una nueva prospección hipotética, siendo imposible en la práctica determinar a priori no solo el importe de la condena, sino aún más los sujetos que podrían resultar afectados por esta responsabilidad. En definitiva, todo ello no haría sino añadir una incertidumbre más al ya hipotético juicio comparador que conlleva la determinación de la cuota de liquidación.

Por ello, compartimos la posición del sector doctrinal que acertadamente ha considerado que la consideración de una eventual calificación culpable del concurso y en ese marco la eventual condena a la cobertura del déficit patrimonial de las personas afectadas por la calificación conllevaría más desventajas que ventajas, con un previsible incremento de la litigiosidad. A ello además se añadiría el riesgo que conllevaría desde el punto de vista de la imparcialidad del juez, prejuzgar estas cuestiones en sede de impugnación del plan de reestructuración que es donde en el modelo de la Directiva se controla eventualmente a instancia de la parte que impugna la concurrencia de la prueba del mejor interés de los acreedores<sup>51</sup>.

---

## NOTAS AL PIE DE PÁGINA

---

37

FLORES SEGURA, A., “La prueba del interés superior de los acreedores...”, pp. 5 y ss.

38

LOYENS & LOEFF, “WHOA - the Dutch scheme of arrangement”, *Quoted*, Ed. 138, 2021, consultado en <https://www.loyensloeff.com/media/479276/quoted-dutch-scheme-of-arrangement-whoa-dutch-scheme-of-arrangement-whoa.pdf>.

---

Más flexible parece haber sido sin embargo la opción presente en el modelo Alemán (&& 64 StaRUG) en el que se regula la posibilidad de impugnación del plan de reestructuración por el disidente cuando éste quede en una situación peor bajo un plan de reestructuración de lo que lo estaría si no se hubiese adoptado éste, sin aludir expresamente a la mejor solución alternativa, pero conllevando ésta fórmula implícitamente la necesidad de que el impugnante señale un escenario alternativo al que referenciar que su situación habría sido peor bajo el plan de reestructuración de la que habría tenido si el plan no se hubiese adoptado. *Vid.* MADAUS, S., A role model for implementing the restructuring directive? The new German Law for preventive restructuring procedures in Germany? *Revista General de Insolvencias & reestructuraciones (I&R)* 1/2021. Iustel, pp. 211-220.

---

GARCIMARTÍN ALFÉREZ, F. J., “Rangos crediticios, opciones y subrogación”, *Almacén de Derecho*, 12 de diciembre de 2018 (disponible on-line en <https://almacenederecho.org/rangos-crediticios-opciones-y-subrogacion>).

---

FISHER, T/MARTEL, J., “Does it matter how bankruptcy judges evaluate the creditors’ best-interest test?” *op.cit.*, pp. 499 y ss.

---

TOLLENAAR, N., “Preinsolvency proceedings: a normative foundation and framework”, *op cit.* pp. 154. HICKS, J., *op.cit.* pp. 832 y 839, resaltando como en el marco del modelo del chapter 11 US Bankruptcy Code, la jurisprudencia ha entendido en conexión con el principio “debtor in possession” que caracteriza al modelo Norteamericano (Worldcom leading case 2003), que no se cumple la prueba del Best-creditors-Interest-test, si el deudor no proporciona a los acreedores su análisis y calculo previo de la valoración de la compañía, así como de una eventual liquidación (“liquidation analysis”), lo que para este autor resulta cuestionable dado que ello conlleva un subjetivismo a favor del deudor, quien no parece ser el sujeto más adecuado para representar los intereses de los acreedores. *Vid.* también resaltando los peligros de que sea el propio deudor quien valore la compañía y ofrezca una primera hipotética cuota de liquidación, DICK, L., “Valuation in chapter 11 Bankruptcy: the dangers of an implicit market test” en 2017, *U.III.L Rev.* 1487 (2017) en <https://digitalcommons.law.seattleu.edu/faculty/762>.

---

*Vid.* análisis descriptivo y valorativo de estos métodos en relación con la resolución bancaria con apreciaciones sostenibles respecto de las reestructuraciones de empresas no financieras, RUIZ OJEDA, A., “No creditor worse off (NCWO): la insoportable levedad del derecho paraconcursal

bancario “en AAVV Estudios sobre resolución bancaria. Dir. Ruiz Ojeda/ LOPEZ JIMENEZ, J. M., Aranzadi, 2020, pp. 525-570.

---

44

*Vid.* los problemas planteados en relación al método de valoración de las compañías empleado en el contexto del chapter 11 del Bankruptcy Code en el caso “Allied Nevada gold corp.” (2003) y la aplicación del test de mercado en conexión con la aceptación de acreedores financieros sofisticados y la apreciación del Best-interest-creditors-test en DICK, L., *op.cit.* pp. 1496-1497.

---

45

Así *Vid.* THERY MARTI, A., “los marcos de reestructuración” (I) *op.cit.* p. 25 (versión electrónica).

---

46

*Vid.* en relación a la resolución del banco popular, la relevancia del factor tiempo en la valoración comparativa de la situación de socios y acreedores en un escenario de liquidación concursal y resolución, versión no confidencial del informe de Deloitte, como experto independiente (valoración 3BPE) publicado por la junta única de resolución el 2 de febrero de 2018 en la página web del Single Resolution Board (SRB).

---

47

*Vid.* ABENGOA, en la que el juez al valorar el sacrificio desproporcionado en el marco de la impugnación de la homologación tuvo en cuenta el factor tiempo y estimo la duración de un procedimiento concursal en mucho más de un año, tomando en cuenta elementos como el número de juzgados en Sevilla, el colapso judicial, los eventuales recursos que pudieran plantearse. *Vid.* Sentencia del Juzgado de lo mercantil n.º 2 de Sevilla de 24 de octubre de 2016. Fundamento Jurídico n.º 21.

---

48

*Vid.* sobre los contratos entre acreedores y la subordinación relativa” NAVARRO FRÍAS, I., “El contrato entre acreedores” Civitas, Cizur Menor, 2016.

---

49

*Vid.* por todos proponiendo de lege ferenda esta solución, BUIL ALDANA, I., “Subordinación contractual relativa y marcos de reestructuración preventiva” tesis doctoral UCM. En prensa (Ed. La Ley Wolters kluwer).

---

50

Así Exposición de motivos del anteproyecto de reforma del texto refundido de la ley concursal, p. 12, párrafo 2.º, in fine.

---

51

Así acertadamente FLORES, M., “La prueba del interés superior de los acreedores” *op.cit.* pp. 5.6 (versión electrónica).

© 2022 [Thomson Reuters (Legal) Limited]

02 MAR 2022

# Revista de Derecho Mercantil

CIVITAS

---

**Este PDF contiene**

**[3.2. La cuota de reestructuración y su reparto, p.RR-1.10](#)**

**[4. El control de la prueba del mejor interés de los acreedores: la oposición y la impugnación del plan, p.RR-1.11](#)**

**[5.1. Créditos de derecho público, p.RR-1.12](#)**

**[5.2. Créditos con garantía real, p.RR-1.13](#)**

# Revista de Derecho Mercantil

2022

Número 323 (Enero-Marzo 2022)

Estudios

1. Reestructuraciones preconcursales forzosas: el mejor interes de los acreedores (JUANA PULGAR EZQUERRA)

III. La transposición de la directiva al derecho español: la individualización de la prueba del mejor interés de los acreedores

3. La opción por el elemento comparador en el proyecto de modificación del texto refundido de la ley concursal: la hipotética cuota de liquidación concursal

3.2. La cuota de reestructuración y su reparto

## 3.2. La cuota de reestructuración y su reparto

El segundo elemento comparador sobre el que se construye en nuestro proyecto la prueba del mejor interés de los acreedores es la cuota de reestructuración, que conecta con la finalidad de los marcos de reestructuración preventivos, que no solo persiguen mantener en funcionamiento empresas viables con dificultades financieras o incluso en estado de insolvencia, sino además distribuir o repartir el superávit que resulta de mantener a la compañía deudora como empresa en funcionamiento fuera de concurso (going concern surplus), esto es, de lo que ha venido a ser calificado acertadamente por la doctrina como “prima de reestructuración”. Se encomienda por tanto a estos marcos implícitamente una reasignación en principio consensual de los derechos económicos de los sujetos integrados en la permeable estructura de capital de la compañía<sup>52)</sup> y en su caso respecto de otros acreedores (p. ej. proveedores), siendo esta una posibilidad expresamente prevista en la Directiva UE 2019/1023 y que se ha acogido en nuestro proyecto, pudiendo el deudor hacer en su caso Cherry picking de acreedores, con inclusión posible en los planes de reestructuración de acreedores no solo financieros, sino también comerciales (proveedores).

Ello hace necesario analizar cómo, entre que acreedores y en que cuantía se distribuye la “prima de reestructuración” (surplus), lo que conlleva como dificultad, entre otros elementos, el hecho de que frente a lo que acontece en una liquidación concursal, la valoración de la compañía en los marcos preventivos de reestructuración no se hace sobre la base de un test de mercado, sino sobre la expectativa del valor futuro de la compañía en funcionamiento, lo que en gran medida vendrá dado y condicionado por la valoración teórica de ésta (desktop valuation). Se dificulta así y se llena de incertidumbres la comparación entre la situación del acreedor disidente o no participante en un escenario de reestructuración y en un escenario de hipotética liquidación concursal.

Así mismo, vamos a comparar el grado de satisfacción de un derecho de cada acreedor individualmente considerado como es la cuota de liquidación, con la satisfacción de la cuota o prima de reestructuración que constituye un derecho colectivo que le pertenece al acreedor, no en un modo individual sino en tanto en cuanto está integrado en una concreta clase de acreedores, cuya formación constituye el elemento clave en la adopción/aceptación de los planes de reestructuración, no encontrándose esta formación exenta en la práctica de litigiosidad como se ha evidenciado en el marco del derecho anglosajón en relación en particular a los schemes of arrangement<sup>53)</sup>.

Ello significa que la cuantía de esta prima, el orden de su satisfacción y el momento en el que la recibirá el acreedor vendrán dados por la clase en la que se encuentren insertos, conectando en nuestro proyecto de conformidad con la Directiva UE 2019/1023, los criterios de formación de clases con la comunidad suficiente de intereses (art) y no tanto con los derechos de los acreedores, como acontece en los modelos anglosajones (Derecho norteamericano y schemes of arrangement de reino unido) o la naturaleza específica de los créditos, lo que parece constituir un criterio más próximo a los procedimientos judiciales de insolvencia.

Se plantea así una relación esencial entre “rango” y “clases concursales de acreedores”, esto es entre el orden de prelación que ocuparían los créditos ex lege, con un carácter innegociable en un escenario concursal (privilegiado, ordinario y subordinado) y las clases de acreedores en un escenario de reestructuración preconcursal. La relación entre ambos marcos, debería ser de complementariedad, si queremos evitar resultados contradictorios en sede concursal y preconcursal, con respeto a los rangos concursales que servirán como “elemento comparador” con el que contrastar en relación a la prueba del mejor interés de los acreedores, la posición del acreedor afectado, en la reestructuración y en la liquidación concursal. No obstante, y aun cuando en un escenario preconcursal todos los acreedores han de ser tratados en igual forma en función de su rango (p. ej. ordinarios), el deudor puede determinar el tratamiento de los créditos de igual rango, dividiéndolos en clases, votando cada una de estas clases en forma separada, lo que no se puede hacer en un escenario concursal.

De otro lado, estamos comparando la satisfacción del acreedor disidente o no participante en dos escenarios, liquidación y reestructuración, en los que dicha satisfacción se produce por medios distintos, lo que dificulta aún más si cabe la comparación.

En efecto, en un escenario de liquidación concursal, se acude al mercado y se produce la venta del negocio como unidad productiva o mediante su venta por partes (piecemeal), distribuyéndose el producto de dicha venta en metálico a los acreedores (cash distribution). Ello significa que, en un escenario de liquidación concursal, el acreedor individualmente considerado satisface en mayor o menor medida su crédito en dinero metálico (cash) con la liquidación de los activos y con ello “sale” del ámbito de relaciones con la compañía. No se extiende por tanto en principio esta relación en el tiempo, sin perjuicio en que en supuestos de pasivo insatisfecho siga latente un “vínculo contingente” con dicha compañía que se activará en su caso si sobreviene patrimonio al deudor, pudiendo reabrirse este concurso (arts. 503 a 507 TRLC).

Desde estas consideraciones, puede sostenerse que la valoración del grado de satisfacción de un acreedor disidente o no participante en un escenario de liquidación concursal, esto es, su cuota de liquidación sería en cierto sentido fácilmente cuantificable, sin estar sometida esta satisfacción a una ulterior valoración.

Frente a ello, en los marcos preventivos de reestructuración, ésta satisfacción no se produce generalmente en metálico (cash) y con el contraste del mercado a través de la venta de activos del deudor, sino como se ha adelantado sobre la base de la valoración teórica de la compañía (desktop valuation), que sirve como fundamento para la distribución del plusvalor de la reestructuración de la compañía entre los acreedores, generalmente “en especie” a través de la entrega a estos de valores o títulos (non cash distribution) lo que aproxima en algún modo la reestructuración a la dación en pago, lo que ha sido objeto de críticas y cuestionamiento en particular por un sector de la doctrina Europea<sup>54</sup>.

Y es que ello conlleva la necesidad de valorar también estos instrumentos de deuda o capital que se entregan al acreedor como prima de reestructuración en el marco del plan, para determinar si son adecuados. En este sentido, cada acreedor deberá recibir un instrumento

de deuda o capital que le permita al menos y como mínimo, recibir un equivalente a lo que recibiría en un escenario de liquidación concursal, lo que se modulará en función de que el acreedor reciba acciones ordinarias o preferentes, créditos garantizados, ordinarios o subordinados, debiendo tomarse además en consideración el periodo de vencimiento de cada instrumento, así como los descuentos que generalmente en el tráfico se aplican a estos instrumentos.

---

## NOTAS AL PIE DE PÁGINA

---

52

Así habla de “permeabilidad de la estructura de capital, indicando con ello que las posiciones de sus integrantes” pivotan “en función de la situación financiera en al que se encuentre la compañía”. THERY MARTÍ, A., “Directiva de reestructuraciones, capitalización de créditos y gobierno corporativo”, RDCP, núm. 31, 2019, pp. 3-4 (consultado en versión electrónica).

---

53

*Vid.* PAYNE, J., “Schemes of arrangement: theory, structure and operation”, Cambridge University Press, Cambridge 2014.

---

54

Así TOLLENAAR, N., *Pre-insolvency proceedings*., *op.cit.* p. 183.

# Revista de Derecho Mercantil

2022

Número 323 (Enero-Marzo 2022)

Estudios

1. Reestructuraciones preconcursales forzosas: el mejor interes de los acreedores (JUANA PULGAR EZQUERRA)

III. La transposición de la directiva al derecho español: la individualización de la prueba del mejor interés de los acreedores

4. El control de la prueba del mejor interés de los acreedores: la oposición y la impugnación del plan

## 4. EL CONTROL DE LA PRUEBA DEL MEJOR INTERÉS DE LOS ACREEDORES: LA OPOSICIÓN Y LA IMPUGNACIÓN DEL PLAN

En el proyecto de reforma del texto refundido de la ley concursal, se han acogido en un modo alternativo y excluyente entre sí, las dos opciones recogidas en la Directiva UE 2019/1023 en materia de control de la protección del derecho individual de cada acreedor a través de la prueba del mejor interés de los acreedores: contradictorio previo a la homologación judicial del plan sin recurso ulterior (art. 662 y ss.) (control ex ante) e impugnación de la homologación con posterior recurso ante una instancia superior a la que decidió sobre la homologación (art. 653) (control ex post).

Se regulan así dos vías para activar el control de la prueba del mejor interés de los acreedores, que operan en momentos procesales distintos y que precisan en ambos casos instancia de la parte afectada por el plan que no haya votado a favor de este; No se produce por tanto dicho control de oficio por el juez, residiendo en el solicitante de la homologación y no en el acreedor afectado por el plan la elección respecto de la vía procesal de control ex ante o ex post, esto es, con anterioridad o posterioridad a la homologación.

En este sentido, será el solicitante de la homologación quién podrá requerir con su solicitud misma de homologación y por tanto con carácter previo a ésta, que las partes afectadas puedan oponerse, con el fin de evitar la incertidumbre asociada a una eventual impugnación ex post ante la audiencia nacional (art. 653), operando de otro modo en defecto de dicha solicitud como régimen general supletorio la impugnación ex post de la homologación del plan de reestructuración.

La opción por un modelo de oposición ex ante a la homologación a través de un contradictorio previo, constituye una autentica novedad en nuestro derecho, pero no así la comprobación ex post de la prueba del mejor interés de los acreedores, vía impugnación de la homologación a instancia de parte, que ha venido encajando en nuestro modelo de acuerdos de refinanciación homologados. En efecto, esta fue la opción a partir de la reforma introducida por el Real Decreto-Ley 4/2014, convertido posteriormente en la ley 17/2014 y no obstante la inicial regulación en nuestro derecho de un sistema de comprobación de oficio en todo caso del sacrificio desproporcionado, como criterio de homologación del acuerdo de refinanciación.

No obstante, la transposición de la directiva también conllevará novedades en materia de impugnación a posteriori del plan homologado, produciéndose en adecuación a las previsiones contenidas en la directiva UE 2019/1023, el tránsito hacia un sistema más

garantista atribuyéndose la competencia para conocer de la impugnación del auto de homologación sin contradictorio previo a la audiencia provincial. Con ello, resultará superada la “anomalía” actual en nuestro modelo, en el que resuelve la impugnación del plan de reestructuración el mismo órgano que homologó el acuerdo, lo que no se adecuaba en modo alguno a las previsiones contenidas en la Directiva.

La legitimación y los motivos de oposición y de impugnación de la homologación se regulan en un modo común sobre la base de lo dispuesto en los arts. 653 a 661 del proyecto, a los que expresamente se remite el art. 663.2.º del proyecto en relación con la oposición, situándose entre dichos motivos que el plan “no supere la prueba del mejor interés de los acreedores” (art. 654.6.º).

En relación a la legitimación para oponerse ex ante o impugnar ex post la homologación del plan por esta causa, se introduce una ampliación respecto del régimen actual, legitimándose en el proyecto a los “titulares de créditos afectados que no hayan votado a favor del plan de reestructuración aprobado por todas las clases de créditos” (art. 654, primer párrafo).

Se alude así a “quienes no hayan votado a favor del plan” y no a “quienes hubieran votado en contra”, lo que es acertado y se justifica dado el carácter informal de estos marcos de reestructuración preventiva, en los que la ausencia de un procedimiento formal de comunicación y convocatoria de acreedores no permite tener la garantía de que todos los acreedores hayan sido convocados y hayan podido votar en contra del plan de reestructuración.

Lo que sí parece claro es que quienes no van a poder invocar la comprobación de la prueba del mejor interés de los acreedores, esto es, la protección mínima individual de la cuota de liquidación, van a ser aquellos acreedores que votaron a favor del plan y lo consintieron<sup>55</sup>). En efecto, en estos supuestos, la medida de protección individual de cada acreedor vendrá dada por su propio consentimiento al contenido del plan sobre la base del principio de autonomía de la voluntad de las partes (art. 1255 CC), pudiendo sobre la base de éste aceptar en su caso una cuota de reestructuración inferior a su cuota de liquidación, lo que les impediría con posterioridad invocar la conculcación de la prueba del mejor interés de los acreedores. En este sentido, los acreedores aceptantes del plan no pueden con posterioridad “quejarse” en un análisis contrafactual, de lo que fue y pudo haber sido, contraponiendo su cuota de reestructuración a una hipotética cuota de liquidación, puesto que optaron por hacer prevalecer la primera frente a la segunda.

En relación a los motivos de oposición o de impugnación del plan de reestructuración, la prueba del mejor interés de los acreedores se configura en el proyecto como una causa autónoma e independiente del sacrificio desproporcionado que de algún modo se recoge en el art. 654.5.º. Ello supondrá la superación de la tradicional conexión existente en nuestro derecho en el marco de los acuerdos de refinanciación homologados, primero a nivel jurisprudencial y después legalmente en el art. 618.3 del texto refundido de la ley concursal entre sacrificio desproporcionado y la prueba del mejor interés de los acreedores.

Esta conexión sin ser incorrecta no recogía adecuadamente la función y finalidad de esta prueba, en la medida en que partiendo de la distinción presente en la Directiva entre “acreedores afectados” y “acreedores perjudicados por el plan de reestructuración”, el respeto a la cuota de liquidación representaría el límite máximo del sacrificio que se puede imponer al acreedor afectado, pudiendo entenderse que si dicha cuota no se respetase el acreedor resultaría en todo caso perjudicado. No puede sin embargo sostenerse en sentido inverso, que existiendo respeto a la cuota de liquidación, que representaría el suelo mínimo de protección, el acreedor afectado no resultaría perjudicado, pues se trata no solo de respetar dicha cuota a través de los planes de reestructuración, sino de repartir además el surplus vinculado al mantenimiento en funcionamiento de la empresa, al margen de un

procedimiento concursal, lo que no constituye un derecho individual sino colectivo atribuido a las clases de acreedores y protegido en virtud de la absolute/relative priority rule.

Esto significa que el acreedor individualmente “perjudicado” desde la consideración de sus derechos económicos, esto es, aquel respecto del cual el valor actual de su instrumento de crédito sea inferior al que tenía y que pertenezca a una clase que haya aceptado el plan, en relación con este eventual perjuicio individual, no tendrá defensa a través de la prueba del mejor interés de los acreedores, siempre y cuando se haya respetado su cuota de liquidación que marca el límite máximo de su sacrificio. En este sentido, dicho acreedor como mecanismo de defensa, podrá impugnar la formación de clases y en concreto su inserción dentro de una de estas, podrá impugnar la formación de las mayorías, pero no podrá invocar la prueba del mejor interés de los acreedores como mecanismo de protección del valor actual de su instrumento de crédito, pudiendo defenderle tan solo en aquellos supuestos en los que el descenso del valor actual de su crédito sea por debajo de su cuota de liquidación.

La opción por un control de la prueba del mejor interés de los acreedores de carácter eventual ex ante (oposición) o ex post (impugnación), pero en todo caso a instancia de parte, significa en términos procesales, que en tanto en cuanto el acreedor disidente o no participante tiene la carga de impugnar, también tendrá la carga de probar que no se ha respetado su cuota de liquidación, esto es, que el valor del activo o lo que fuera a recibir en liquidación habría sido superior a la primera valoración realizada por el deudor al proponer el plan.

La mecánica a seguir por los cauces del incidente concursal es paralela en supuestos de oposición y de impugnación de la homologación (arts. 658 y 663.3.º), en general y en particular en conexión con la prueba del mejor interés de los acreedores, que en esencia constituye, no obstante la concurrencia de algún elemento jurídico (p. ej. clasificación concursal de créditos) una prueba esencialmente fáctica y económica, vinculada a la valoración económica de la compañía como empresa en funcionamiento (going concern), que será en definitiva la determinante de la cuantificación de la hipotética cuota de liquidación y de la cuota de reestructuración.

No se ha previsto en el proyecto un específico procedimiento de valoración de la compañía, vinculado a la prueba del mejor interés de los acreedores, frente a la opción que se adoptó en relación con la resolución bancaria de encomendar a un experto independiente dicha valoración en relación a la prueba “no creditor worse off” (NCWO)<sup>56</sup>.

En este sentido, se contiene en el proyecto en relación con la oposición e impugnación de la homologación por causa de la prueba del mejor interés de los acreedores, una implícita remisión al régimen general en materia de resolución de controversias y prueba en particular pericial con repercusión de su coste en la condena en costas contenido en la LEC.

La mecánica a seguir será paralela en supuestos en los que el acreedor afectado se oponga en un contradictorio previo a la homologación o posteriormente a esta en sede de impugnación, presentando dicho acreedor un informe pericial en lo que se refiere a la parte más económica de la oposición/impugnación y en su caso la parte jurídica (relativa a la clasificación concursal en un escenario de hipotética liquidación concursal) la hará su abogado<sup>57</sup>; a continuación se dará trámite al solicitante de la homologación que presentará a su vez en este momento en supuestos de impugnación un informe pericial sobre la valoración económica de la empresa y en su caso jurídico, que el solicitante de la homologación ya habrá presentado con su misma solicitud en supuestos de oposición con contradictorio previo, en los que frente a lo que acontece en supuestos de impugnación ya sabe desde el principio si el acreedor afectado se opondrá por causa de la prueba del mejor interés de los acreedores.

Será el juez quien en el diseño proyectado decidirá en última instancia sobre la valoración

económica de la compañía, pudiendo elegir de entre los informes presentados por el solicitante de la homologación y el acreedor afectado que se opone o impugna el que más le convenza o designará a su vez un perito judicial que será el que hará la valoración.

En este marco, se suscita el eventual papel que en esta valoración económica de la compañía en conexión con la oposición/ impugnación por causa de la prueba del mejor interés de los acreedores, podría desempeñar el experto en reestructuraciones, en aquellos supuestos en los que hubiera sido designado (art. 672-673).

La intervención del experto en este ámbito encontraría cobertura legal, en la medida en la que en el art. 679 del proyecto con relación a sus funciones, expresamente se establece que éste elaborara y presentará al juez los informes exigidos por esta ley y “aquellos otros que el juez considere necesarios o convenientes”.

No obstante, entendemos que en el ámbito de la controversia que supone la oposición o impugnación de la homologación de un plan de reestructuración, es precisa con el fin de superar ésta la intervención de una figura independiente que valore económicamente la compañía. En este sentido, resultaría cuanto menos cuestionable que, concurra en el experto la necesaria independencia necesaria para resolver la controversia, en aquellos supuestos en los que el nombramiento del experto en reestructuraciones se haya producido a solicitud del deudor (art. 672.1. 1.º) o de los acreedores, en un modo necesario cuando representen un 50% del pasivo que en el momento de la solicitud pudiera quedar afectado por el plan de reestructuración (art. 672. 1.2.º) o bajo decisión del juez si representan al menos el 35% de dicho pasivo (art. 673.1) asumiendo en ambos casos dichos acreedores la retribución de este experto.

En todo caso, hay que resaltar que en la practica la prueba, en conexión con la valoración económica de la compañía y sin propugnar con ello en modo alguno un automatismo en su aplicación, se facilitará mucho en algunos supuestos. Así, por ejemplo, cuando concurren elevadas mayorías de aceptación del plan de reestructuración por los acreedores, superiores incluso a las que se exigen en el proyecto, lo que como se ha evidenciado en conexión con acuerdos homologados de refinanciación, suele perseguirse intencionadamente en la práctica precisamente para desactivar una posible impugnación. En este sentido, en aquellos supuestos en los que haya votado a favor del plan por ejemplo un 90% del pasivo, resultará cuanto menos difícil que el juez ante el que se presenta la oposición o la impugnación admita que todos ellos habrían recibido mejor tratamiento en un escenario de liquidación concursal, pues ello equivaldría a admitir que los acreedores en su conjunto habrían votado en contra de sus intereses.

Así mismo, la prueba del mejor interés de los acreedores se facilitaría en aquellos supuestos en los que se haya adquirido la deuda en el mercado secundario, constituyendo éste un referente que debería ser tenido en cuenta por nuestros jueces para la valoración de la compañía y en definitiva de la prueba del mejor interés de los acreedores.

En efecto, en el descuento sobre el nominal del crédito ya se está repercutiendo el riesgo de ir a la liquidación y por tanto este acreedor no podría en principio decir que en un escenario de liquidación concursal resultaría mejor tratado que en un escenario de reestructuración preconcursal, siendo presumible que la hipotética cuota de liquidación concursal sea inferior al precio del crédito en el mercado secundario.

Ello se contempla expresamente en el art. 654. apartado 5.º del proyecto para facilitar la impugnación del plan, cuando el sacrificio de los créditos sea manifiestamente mayor al que resultaría necesario para garantizar la viabilidad de la empresa, lo que vendría a ser equivalente a nuestro tradicional “sacrificio desproporcionado”, pudiendo aplicarse también a nuestro entender este criterio analógicamente en el marco de la prueba del mejor interés de

los acreedores, para facilitar su aplicación.

La oposición o en su caso la impugnación de la homologación del plan de reestructuración ante la audiencia provincial no suspende conforme a la previsión contenida en el art. 660 del proyecto la ejecución del plan. Ello sin embargo no evitará previsiblemente en la práctica, de un lado prever de algún modo sobre todo las posibles impugnaciones a un plan confirmado con “arrastre” de acreedores disidentes –porque en supuestos de oposición ya no se trata de preverlas sino de adelantar al momento mismo de la solicitud de homologación los informes sobre la valoración económica de la compañía– efectuándose un cálculo aproximado ex ante de la cuota de la cuota de liquidación del acreedor disidente, acudiéndose a un valorador independiente, lo que permite valorar ex ante el riesgo de impugnación de un plan de reestructuración confirmado.

De otro lado, también será frecuente en ocasiones en la práctica la previsión de que la falta de confirmación del plan de reestructuración o la existencia de recursos planteados, constituyan causa de vencimiento anticipado, lo que puede poner en peligro en ocasiones el éxito de la reestructuración y la viabilidad misma de la compañía.

Respecto de los efectos conectados a la oposición o impugnación con éxito de la homologación de un plan de reestructuración, en conexión con la prueba del mejor interés de los acreedores, el tema se regula expresamente en el proyecto respecto de la impugnación ex post, pero no así respecto de la oposición ex ante.

No obstante, entendemos que debe optarse interpretativamente por aplicar resultados paralelos en ambos supuestos, dado que es común el régimen en materia de legitimación y causas de oposición y por tanto debería también serlo en materia de efectos.

Así, se ha optado en el art. 666.1 del proyecto por conectar como efecto a la sentencia estimatoria de la impugnación, la no extensión de efectos del plan únicamente frente al acreedor que impugnó con éxito, no constituyendo la prueba del mejor interés de los acreedores una causa de impugnación que afecte a la formación de las mayorías necesarias o correcta formación de las clases de acreedores, lo que habría determinado la declaración de ineficacia misma del plan (art. 666.2).

Una solución paralela debe aplicarse interpretativamente a los supuestos de oposición con éxito ex ante a la homologación del plan de reestructuración, lo que no conllevará la imposibilidad de homologar el plan, sino su homologación excluyendo sin embargo de sus efectos al acreedor que se opuso con éxito a dicha homologación, invocando la prueba del mejor interés de los acreedores.

Subsisten por tanto los efectos de la homologación frente a los demás acreedores y en su caso frente a los socios, solución esta que ya se testó jurisprudencialmente con éxito en el caso Abengoa<sup>58</sup>.

No se ha acogido así acertadamente en nuestro proyecto en supuestos de oposición o impugnación con éxito de la homologación de un plan de reestructuración, la analizada posibilidad contemplada en la Directiva UE 2019/1023 de introducción de modificaciones al plan por parte del juez que hubiera conocido de ésta, lo que a nuestro entender habría conllevado una cuestionable inmixción en el ámbito de la autonomía de la voluntad de las partes.

En supuestos en los que los efectos de una sentencia estimatoria de la impugnación, no se puedan revertir –lo que no se planteará en supuestos de oposición pues dado su carácter ex ante los efectos no habrán llegado a producirse respecto del acreedor que se opuso con éxito– se establece en el art. 661.1 del proyecto el derecho del impugnante a la indemnización de los

daños y perjuicios.

---

## NOTAS AL PIE DE PÁGINA

---

55

En este sentido acertadamente DIAZ MORENO, A., *op.cit.* pp. 29-30.

---

56

Este experto cuenta además en dicho ámbito con el EBA Handbook on valuation for resolution de 22 de febrero de 2019, que ha permitido que la valoración de activos y pasivos en el ámbito de la resolución bancaria resulte menos litigiosa. *Vid.* en [https://eba.europa.eu/documents10180/2613666/valuation\\_handbookpdf](https://eba.europa.eu/documents10180/2613666/valuation_handbookpdf).

---

57

*Vid.* resaltando DICK, D. *op. cit.* En relación al modelo norteamericano del chapter 11 y el caso “Allied Nevada”, con consideraciones que podrían ser aplicables al régimen proyectado en nuestro derecho, que la oposición o impugnación de la homologación conecta en gran medida con un tema de incentivos y recursos económicos de los potenciales acreedores afectados y disidentes, no pudiendo entenderse en todo caso que si no se presentan valoraciones alternativas a las del deudor la causa de ello reside en que están de acuerdo con el plan y en su caso con la valoración que presenta el deudor (a veces no tienen tiempo y/o dinero para presentar valoraciones alternativas).

---

58

*Vid.* Sentencia del juzgado mercantil n.º 2 de Sevilla de 25 de septiembre de 2017.

# Revista de Derecho Mercantil

2022

Número 323 (Enero-Marzo 2022)

Estudios

1. Reestructuraciones preconcursales forzosas: el mejor interés de los acreedores (JUANA PULGAR EZQUERRA)

III. La transposición de la directiva al derecho español: la individualización de la prueba del mejor interés de los acreedores

5. Supuestos particulares de aplicación de la prueba del "mejor interés de los acreedores"

5.1. Créditos de derecho público

## 5. SUPUESTOS PARTICULARES DE APLICACIÓN DE LA PRUEBA DEL "MEJOR INTERÉS DE LOS ACREEDORES"

En el proyecto de modificación del texto refundido de la Ley concursal, de conformidad con el art. 10.2.d) de la Directiva, se aplica la prueba del mejor interés de los acreedores como protección mínima e individual de los derechos económicos de acreedores disidentes o no participantes y sin embargo afectados por un plan de reestructuración, a todos los acreedores, sin exclusión expresa de ninguna clase o categoría de éstos.

Esta extensión generalizada e indiscriminada de la prueba del mejor interés de los acreedores, representa una novedad respecto del Texto Refundido de la ley concursal, en el que los acreedores con garantía real resultaban excluidos en el art. 618.3 de dicha prueba que constituye en el régimen vigente una presunción iuris et de iure de sacrificio desproporcionado. Esta opción, si bien es cierto que proporciona un techo mínimo de protección a todos los acreedores, puede no obstante conllevar una particular problemática cuando se aplica a ciertos acreedores, que se añadiría a las consustanciales dificultades analizadas que en todo caso conlleva la aplicación misma de la prueba del mejor interés de los acreedores. Ello acontecerá en particular, al menos en relación con tres tipologías de créditos: créditos de derecho público, créditos con privilegio especial que estén plenamente cubiertos con el valor del activo gravado, así como respecto de los socios que en el marco de nuestro proyecto pueden ser afectados en el marco de una reestructuración forzosa contra su voluntad.

### 5.1. Créditos de derecho público

Cualquier aproximación a la posición e involucración de los acreedores públicos en un escenario preconcursal de reestructuración, ha de partir como premisa de las particularidades de estos acreedores que tienen un carácter involuntario (no eligen a sus deudores), no tienen interés alguno en quedarse con la compañía, representan interés generales y su participación conecta y puede ser constitutiva de ayudas de estado por lo que ésta debe ajustarse al derecho Europeo de la competencia modulado recientemente en el contexto de la crisis sanitaria COVID-19<sup>59</sup>, con posible incidencia en la política fiscal que no podría quedar afectada (art. 114 y 53TUE).

Partiendo de estas premisas, es preciso analizar el modo en el que se regula en la Directiva

UE 2019/1023 la implicación y afectación de los acreedores públicos en los procesos de reestructuración siendo esta regulación como poco, "ecléctica" e incluso en ocasiones "contradictoria", para abordar con posterioridad el análisis de la opción adoptada en el proyecto de ley de modificación del texto refundido de la ley concursal.

En principio, el planteamiento del que hay que partir se encuentra contenido en el artículo 6.2 de la Directiva, en el que se establece que los Estados miembros velarán porque una suspensión de ejecuciones singulares pueda abarcar a todas las categorías de créditos, de modo que esta pueda aplicarse también a los créditos garantizados y preferentes, así como a los créditos de derecho público, que por tanto deberían quedar afectados por la reestructuración. No obstante, la afectación de los créditos públicos por la reestructuración es objeto de matización y en este sentido se recogen en los considerandos 33 y 34 de la Directiva motivos de denegación de la suspensión de ejecuciones singulares respecto de ciertas categorías de créditos, entre los que se incluyen créditos de las administraciones tributarias o de la seguridad social.

Así mismo, en esta misma línea de "matizaciones" en la afectación de los créditos públicos, se admite en el considerando 44 de la Directiva, que dichos créditos puedan dar lugar a una clase separada de acreedores, dada la dificultad de aplicar a estos el criterio de formación de clases de la "comunidad de intereses suficiente" (considerando 44); A ello se añade, a los efectos de valoración de la prueba del mejor interés de los acreedores, la previsión contenida en el considerando 52 in fine de la Directiva que establece: "cuándo los acreedores públicos institucionales tengan un estatuto privilegiado con arreglo a la normativa nacional, los estados miembros pueden establecer que el plan no pueda imponer una cancelación total ni parcial de los créditos de dichos acreedores".

Por tanto, las opciones que ofrece la Directiva respecto del tratamiento de los créditos públicos en relación al modo de afectarles en una reestructuración serían, de un lado, afectarles sin especialidad ninguna insertándoles dentro de la clase correspondiente atendiendo a la comunidad de interés suficiente, lo que conlleva en su caso si fueran titulares de garantías reales la necesidad de valoración de la garantía a estos efectos; de otro lado, lo que parece más conveniente y constituiría una solución intermedia afectarles como acreedores especiales, lo que conlleva que su afectación se producirá en un modo distinto al de los demás acreedores, pudiendo excluirles de una eventual condonación (cancelación total o parcial de dichos créditos) (p. ej. capitalización de créditos, quitas) que podría plantear problemas limítrofes con ayudas de estado, con extensión solo de esperas o de otros contenidos que no conlleven dicha cancelación. Esta opción permitiría además modular el flujo de información que sobre el proceso reestructurador recibiría el acreedor público, dado que si solo se le afecta por las esperas podría limitarse la información respecto de otros contenidos de la reestructuración que no se les extienden y por tanto no le afectarían, suscitándose las vías de participación estos acreedores públicos en las votaciones, lo que puede plantear una especial problemática, como se está advirtiendo en el marco de la reestructuración de la deuda avalada por el ICO.

En nuestro derecho vigente, partimos de la indisponibilidad de los créditos de derecho público (art. 18LGT) en el sentido del artículo 5.2 de la Ley 47/2003, de 26 de noviembre, General Presupuestaria (LGP), que incluye "los tributos y los demás derechos de contenido económico cuya titularidad corresponde a la Administración General del Estado y sus organismos autónomos que deriven del ejercicio de potestades administrativas", lo que constituye una manifestación concreta de los principios de generalidad e igualdad a la hora de contribuir al sostenimiento de los gastos públicos, de modo que no cabe la condonación de tales créditos sino en los términos establecidos en las Leyes.

Concursalmente se han arbitrado vías de participación de estos créditos en el convenio

concurzal a través del derecho de abstención reconocido en los artículos 164.4 LGT y 10.3 LGP y esta previsión en lo que se refiere a la parte privilegiada del crédito permite ejercitar tal derecho de abstención. Ello supone en la práctica la no sujeción de esta al convenio concursal, sin perjuicio de la posibilidad legalmente prevista de suscribir convenios singulares de pago en condiciones que no pueden ser más favorables para el deudor que las recogidas en el acuerdo o convenio que pongan fin al proceso judicial. Por el contrario, en lo que respecta a la parte ordinaria y subordinada del crédito, quedará afectada por las condiciones de pago fijadas por el convenio, en los mismos términos que los acreedores privados, exigiéndose autorización del órgano competente de la AEAT, cuando se trate de créditos cuya gestión recaudatoria le corresponda, de conformidad con lo que al efecto dispone el apartado 3 del artículo 10 LGP, cuando disciplina las reglas a que se somete la participación de la Hacienda Pública en sede de convenio y la posibilidad de suscribir acuerdos singulares de pago<sup>60</sup>.

No se han arbitrado sin embargo hasta el momento vías de participación en nuestro derecho del crédito público en el marco de los institutos preconcursales paralelas a las previstas en sede concursal y por tanto en este ámbito, el crédito público no puede acordar transacciones ni aceptar quitas de sus créditos.

Es cierto que, en la práctica por la vía de los aplazamientos y fraccionamientos de pago de deudas tributarias, contemplada en el artículo 65 LGT y concordantes del RGR, con aplicación de las especialidades previstas contempladas en la Instrucción 1/2017, de 18 de enero, el crédito de derecho público ha venido participando en la práctica en los procesos de reestructuración. No obstante, ello hace depender de algún modo esta reestructuración de la particular aversión al riesgo que tenga el funcionario público correspondiente (no olvidemos que son compañías con dificultades económicas y que los marcos de reestructuración preventivos persiguen evitar la declaración de un procedimiento concursal) con el consiguiente riesgo de responsabilidad en el que podría incurrir este.

Representa por tanto la transposición a nuestro derecho de la directiva UE 2019/1023, una ocasión inmejorable para replantear en nuestro derecho la posición y participación de los créditos de derecho público en los procesos de reestructuración preventiva.

Inicialmente, en nuestro anteproyecto de modificación del texto refundido de la ley concursal para la transposición de la Directiva UE 2019/1023 de 3 de agosto de 2021, se optó por no afectar en modo alguno al crédito público, no solo en los procesos de reestructuración, sino tampoco en los mecanismos de exoneración del pasivo insatisfecho, aspecto éste que no abordaremos en esta ocasión pero que venía a perpetuar el actual estado de nuestra legislación al respecto (art. 491.1 TRLC)<sup>61</sup>.

A nuestro entender, no resultaba acorde con la Directiva UE 2019/123 la absoluta exclusión de los créditos públicos de su afectación por la reestructuración que se contemplaba en el anteproyecto, no obstante las dudas interpretativas que al respecto podrían suscitar los considerandos 44 y 52 de aquélla que como se ha adelantado, en nuestra interpretación permitirían afectar a los acreedores públicos en distintas condiciones y con limitación de contenidos respecto de los restantes acreedores, pero no la opción de no afectarles en absoluto.

De otro lado, esta opción contrastaba con la adoptada en sede de reestructuración de la deuda con aval público introducida en virtud del Real Decreto Ley 5/2021 de 12 de marzo de medidas extraordinarias de apoyo a la solvencia empresarial en respuesta a la pandemia COVID-19, conectado a la aprobación de diversas líneas de avales a empresas y autónomos destinadas a atender sus necesidades de liquidez en el contexto de la crisis económica motivada por la pandemia COVID-19, a través del instituto de crédito oficial (ICO) (Reales decretos 8/2020 y 25/2020).

En éste marco y a medida que la crisis sanitaria y consiguiente crisis económica iban extendiéndose en el tiempo, sobre la base de la expresa consideración de los créditos derivados de la ejecución de estos avales como pasivo financiero (art. 16.3, párrafo 2.º Real Decreto-Ley 5/ 2021) se ha construido ad hoc un régimen temporal de reestructuración forzosa. Así, se “imponen” prórrogas en el vencimiento de los avales públicos, pudiendo el estado como acreedor público contingente a través de la figura de las transferencias resultar afectado, incluso por eventuales quitas que se pacten y negocien con las entidades financieras al no ser estas de aplicación automática como las esperas. Esta solución conlleva la afectación incluso forzosa de los acreedores públicos en los procesos de reestructuración de deuda con aval público, lo que en su momento interpretamos como un adelanto de lo que debería significar la transposición a nuestro derecho de la Directiva UE 2019/1023<sup>62</sup>.

Finalmente, la opción presente en el anteproyecto de no afectación de los créditos de derecho público, desde un punto de vista de competencia legislativa propiciaba un indeseable fórum shopping hacia otros modelos de derecho comparado, dado que habríamos sido uno de los pocos países de la Unión Europea en el que los créditos públicos resultan legalmente “impunes” no solo a la reestructuración, contradiciendo el criterio de organismos internacionales al respecto como el FMI, sino además a la exoneración de pasivo insatisfecho. Todo ello, habría seguido siendo un incentivo para la corrección del sistema por vía jurisprudencial, de una opción que habría planteado no solo problemas jurídicos, sino también morales en particular respecto de la exoneración de pasivo insatisfecho, como ha acontecido en ocasiones bajo la vigencia, primero de la ley concursal 22/2003 y con posterioridad tras la entrada en vigor del texto refundido de la ley concursal<sup>63</sup>.

Por todo ello, el planteamiento ha cambiado acertadamente en el proyecto de ley de modificación del texto refundido de la ley concursal, en relación a la participación de los créditos de derecho público en los planes de reestructuración –sin abordar en esta ocasión el tratamiento que reciben en dicho proyecto en sede de convenio concursal– optándose en los artículos 616 y 616 bis por una solución que podríamos calificar como “híbrida”. En este sentido, se incluye a los créditos de derecho público dentro de los créditos que pueden ser afectados por el plan de reestructuración, en tanto en cuanto concurren las condiciones legalmente establecidas y con limitación de contenidos respecto de los que dichos créditos pueden resultar afectados por un plan de reestructuración, produciéndose por tanto dicha afectación en condiciones distintas a aquellas en las que resultan afectados otros créditos, posibilidad esta admitida en la Directiva UE 2019/1023.

Así, conforme se establece en el art. 616.2 párrafo 2.º, los créditos de derecho público podrán ser afectados –entendiendo en la parte privilegiada y no privilegiada del crédito no obstante el silencio legal al respecto– exclusivamente en la forma prevista en el art. 616 bis, únicamente cuando concurren estos requisitos:

“1.º Que el deudor acredite tanto en el momento de presentar la comunicación de inicio de negociaciones, como en el momento de solicitar la homologación judicial del plan que se encuentra al corriente en el cumplimiento de las obligaciones tributarias y frente a la seguridad social mediante la presentación en el juzgado de los correspondientes certificados emitidos por la agencia estatal de la administración tributaria y la Tesorería general de la seguridad social;

2.º Que los créditos tengan una antigüedad inferior a dos años, computados desde la fecha de su devengo de acuerdo con la normativa tributaria y de la seguridad social, hasta la fecha de presentación en el juzgado de la comunicación de apertura de negociaciones.

Concurriendo dichas condiciones los créditos de derecho público pueden resultar afectados por la reestructuración pero exclusivamente en la forma prevista en el art. 616 bis del proyecto, en el que se excluye a los créditos de derecho público de la afectación por los

contenidos del plan que taxativamente se enumeran: “reducción de su importe, cambio de ley aplicable, cambio de deudor sin perjuicio de que un tercero asuma sin liberación de ese deudor la obligación de pago; la modificación o extinción de las garantías que tuvieren; o la conversión del crédito en acciones o participaciones sociales, en crédito o préstamo participativo o en un instrumento de características o rango distinto de aquellos que tuviera el originario”.

Podrán sin embargo resultar los créditos de derecho público afectados por las esperas, pero en todo caso con sometimiento a los plazos específicos de su satisfacción integra contemplados en el art. 616 bis, párrafo II y que se estructuran sobre la base de tres niveles; De un lado, un plazo general de 12 meses a contar desde la fecha del auto de homologación del plan de reestructuración. De otro lado, 6 meses a contar desde la fecha del auto de homologación del plan de reestructuración, en el caso de que sobre dichos créditos se hubiese concedido un aplazamiento o fraccionamiento previamente.

Todo ello, se completa con la previsión contenida en el art. 616 bis in fine, conforme a la cual en todo caso todos los créditos de derecho público deberán estar íntegramente satisfechos en un plazo máximo de 18 meses desde la fecha de comunicación de apertura de negociaciones.

Sobre la base de estos planteamientos, dentro de la opción de afectación con particularidades de los acreedores públicos, si éstos deciden voluntariamente participar en un proceso de reestructuración, deberán hacerlo sobre la base de los requisitos a través de los que se canalice dicha participación. En éste ámbito, serán en ocasiones planteamientos estratégicos los que “aconsejarán” esta participación voluntaria (p. ej. muy elevadas mayorías de aceptación del acuerdo determinantes de que el acuerdo saldría adelante en todo caso permitiendo su aceptación la negociación de la posición del crédito público), no operando en estos supuestos en modo alguno la prueba del mejor interés de los acreedores como derecho individual mínimo de cada acreedor a recibir al menos su cuota de liquidación, dado que habrían aceptado participar en la reestructuración. De otro modo, si su participación y afectación no es voluntaria, sino forzosa en el sentido de ser arrastrados por los efectos de espera del plan, sí operaría la prueba del mejor interés de los acreedores debiendo contrastarse la posición y lo que recibirían en términos temporales dado que a estos acreedores solo se les afecta en las esperas los acreedores públicos en un escenario de reestructuración y lo que recibirían en un escenario de liquidación concursal.

La aplicación de la prueba del mejor interés de los acreedores a los créditos de derecho público, va a conllevar una particular problemática de un lado, porque incrementará la litigiosidad siendo previsible que el acreedor público arrastrado, en defensa de los intereses generales que representa en todo caso, impugne la homologación del plan por esta causa; de otro lado, el examen comparativo de la cuota de satisfacción, se dificulta dado que no hay un mercado secundario de créditos públicos que permita, como se ha analizado respecto de otros acreedores, valorar la medida en que el acreedor resultaría peor tratado en un escenario de reestructuración que en un escenario de liquidación concursal (si has comprado en un mercado secundario este sería tu mejor interés, repercutiendo el descuento ya el riesgo de ir a liquidación, no pudiendo decirse en estos supuestos que en liquidación se cobraría más).

En definitiva, se ha iniciado una línea de participación y afectación de los créditos de derecho público en los procesos preventivos de reestructuración, que representa una importante novedad en nuestro derecho. Es cierto que esta participación se ha regulado en un modo muy restrictivo en el proyecto de modificación del texto refundido de la ley concursal, por los rigurosos requisitos a los que se condiciona. En particular, respecto del requisito exigido de encontrarse al corriente en el cumplimiento de obligaciones tributarias, respecto de empresas que acuden a estos marcos de reestructuración precisamente por encontrarse en

dificultades económicas e incluso en ocasiones en un estado de insolvencia, lo que les dificulta o impide atender al cumplimiento de sus obligaciones en general y en particular en lo que se refiere a sus obligaciones tributarias. Así mismo, es cierto que la limitación de los contenidos que se pueden extender a los créditos de derecho público, reducidos a las esperas con limitaciones legalmente establecidas, determinará que el cambio respecto de la situación actual en la que el crédito de derecho público ya venía aceptando fraccionamientos y aplazamientos, tenga menos repercusiones de lo que hubiera sido en principio deseable.

No obstante, a nuestro entender la regulación contenida en el proyecto en lo relativo a la participación de los créditos de derecho público en los planes de reestructuración, aun siendo limitada, constituye un primer paso que coloca en nuestro modelo una “percha legislativa” que podrá ser en su caso sometida a revisión en próximas reformas de nuestro derecho, en la medida en la que en la práctica se evidencie que la solución proyectada resulta insuficiente.

---

## NOTAS AL PIE DE PÁGINA

---

59

*Vid.* FILPO, F., “State aid control during the COVID-19 pandemic” *Revista General de insolvencias y reestructuraciones (I & R)* 2/2021, pp. 391-409 SIGNES DE MESA, I. “El marco temporal de la Comisión relativo al régimen Europeo de ayudas de estado en el contexto de crisis sanitaria” *RcP* 33/2020, pp. 151-166. El 18 de noviembre de 2021 la Comisión Europea acordó una nueva prórroga del marco temporal sobre ayudas estatales en el contexto COVID, extendiendo su vigencia del 31 de diciembre de 2021 hasta el 30 de junio de 2022.

60

*Vid.* Lado Castro-Rial, C., “El crédito tributario ante los institutos preconcursales” en *RcP* 34/2021, pp. 123-138.

61

*Vid.* análisis de las opciones contenidas en el anteproyecto de reforma del texto refundido de la ley concursal de 3 de agosto de 2021 en LADO CASTRO-RIAL “Posición del crédito público en reestructuraciones preconcursales y exoneración de pasivo” en *Revista general de insolvencias y reestructuraciones*, Ed. Iustel, I & R n.º 3 extraordinario, pp. 163-199.

62

PULGAR EZQUERRA, J., “La renegociación de la financiación con aval público (COVID-19)” en *RDBB* n.º 163 / Julio-Septiembre 2021, pp. 11-90.

63

*Vid.* la polémica sentencia del tribunal supremo núm. 381/2019, sala primera de lo civil de 2 de julio de 2019 en la que bajo la vigencia de la LC 22/2003, se establecía la exoneración del crédito público en un supuesto de plan de pagos no contemplada en el entonces art. 178 bis 5. 1.º LC que exceptuaba la exoneración de este tipo de créditos. Con posterioridad y tras la aprobación y entrada en vigor del texto refundido de la ley concursal, *Vid.* Auto de 8 de septiembre de 2020 del Juzgado de lo mercantil n.º 7 de Barcelona en el que se declara inaplicable el art. 491.1. TRLC, entendiéndose que en su redacción se habían excedido los límites de la refundición e invocando la interpretación que del art. 178 bis 5.1.º había hecho el TS en la referida Sentencia y por tanto no excluyéndoles de la exoneración en un supuesto de aplicación del régimen especial por aprobación de un plan de pagos.

# Revista de Derecho Mercantil

2022

Número 323 (Enero-Marzo 2022)

Estudios

1. Reestructuraciones preconcursales forzosas: el mejor interes de los acreedores (JUANA PULGAR EZQUERRA)

III. La transposición de la directiva al derecho español: la individualización de la prueba del mejor interés de los acreedores

5. Supuestos particulares de aplicación de la prueba del "mejor interés de los acreedores"

5.2. Créditos con garantía real

## 5.2. Créditos con garantía real

En el art. 654.6.º de nuestro proyecto de modificación del texto refundido de la ley concursal, como se ha adelantado, se regula la aplicación de la prueba del mejor interés de los acreedores, con carácter general y sin distinción en función del tipo de acreedor de que se trate y por tanto con inclusión también de los acreedores con garantía real.

Ello va a conllevar una particular problemática dado que habrá que analizar el tratamiento que reciben los créditos con garantía real en un escenario concursal, previa valoración de la garantía, con toda la problemática que ello conlleva y dado que no debería recibir el mismo tratamiento el acreedor con garantía real que esté plenamente cubierto con valor del activo gravado, que el que no lo está.

En modelos como el nuestro, éstos créditos en un escenario de liquidación concursal tendrían una posición privilegiada que les garantizaría ejecutar el bien sobre el que recae la garantía satisfaciéndose sobre este con absoluta prioridad a otros acreedores y sin que los créditos contra la masa puedan satisfacerse con cargo a dichos bienes produciéndose por tanto la satisfacción de estos acreedores por encima incluso de los créditos contra la masa (art. 430 TRLC). Ello les garantiza en un escenario de liquidación concursal la satisfacción del 100% de su crédito, aun cuando es cierto con la espera de un año que conlleva su entrada en concurso.

Sobre la base de éstas premisas, podría sostenerse que en principio la prueba del mejor interés de los acreedores resultaría generalmente conculcada en una reestructuración respecto de acreedores con garantía real que estuvieran plenamente cubiertos con el valor del activo gravado, en la medida en que recibirían y serían satisfechos mejor en un escenario de liquidación concursal que en una reestructuración preconcursal, incluso descontando el tiempo de espera de un año que conlleva en modelos como el nuestro la entrada en concurso<sup>64</sup>.

Estas consideraciones llevaron a un relevante sector doctrinal en el marco de nuestra ley concursal 22/2003 que no contemplaba expresamente la prueba del mejor interés de los acreedores, ni siquiera en el marco del convenio concursal, a preconizar en el marco del sacrificio desproporcionado como criterio de impugnación de los acuerdos homologados de refinanciación, la inaplicabilidad del test del mejor interés a los acreedores con garantía real, que estuvieran plenamente cubiertos por el valor del activo gravado como elemento integrador de aquel concepto<sup>65</sup>. Esta propuesta fue recogida en el art. 618.3 TRLC en el que

configurando como novedad respecto de la ley concursal 22/2003 la prueba del mejor interés como una presunción iuris et de iure del concepto de sacrificio desproporcionado como criterio de impugnación de un plan homologado de refinanciación, expresamente excluía de esta prueba a los acreedores que gozaran de garantía real, lo que no acontece en el art. 657.6.º del proyecto de transposición de la Directiva UE 2019/1023.

Ello parece acertado dado que aun cuando es cierto que la posición del acreedor con privilegio especial generalmente sería mejor en un escenario de liquidación concursal que de reestructuración por las razones expuestas, no siempre la situación será ésta dado que es posible respetando el valor de la garantía si comparamos instrumentos a valor presente, que el trato de este acreedor no sea peor en un escenario de reestructuración que en liquidación concursal (se puede entregar un nuevo instrumento con fecha de vencimiento mayor, p. ej. bono con hipoteca con un plazo de vencimiento superior, en cuyo caso tendrían que compensarle con un interés superior a este acreedor que tendría que esperar p. ej. cinco años frente al año que tendría que esperar en un escenario de liquidación concursal).

No obstante, una duda importante que se planteará en la práctica en relación con la aplicación a estos acreedores de la prueba del mejor interés de los acreedores, será determinar si el valor hipotético de realización del bien ha de ser del 100% de su valor razonable determinado conforme al actual art. 273 del Texto Refundido de la ley concursal o si debiera reducirse al 90% previsto en el art. 275 de dicho texto, no estableciéndose nada al respecto en el proyecto.

Como ha resaltado acertadamente la doctrina<sup>64</sup>, dado que no estamos ante una autentica liquidación parece que sería conveniente y razonable aplicarle a dicha valoración la reducción del actual art. 275 TRLC. Ello va a significar que el acreedor disidente dentro de una clase de acreedores garantizados favorable al plan, no debería sufrir un sacrificio superior a ese 90%, que es lo que valdría su crédito garantizado conforme al libro II, aplicándoseles por tanto la prueba del mejor interés de los acreedores, pero calculando su cuota con el referido 10% de descuento.

---

## NOTAS AL PIE DE PÁGINA

---

64

CABANAS TREJO, R., “La garantía real en el precurso de acreedores” Diario La Ley n.º 8317, 3 de mayo de 2014, pp. 8 y ss.

65

Así TIRADO MARTI “Scheming against the schemes. A new framework to deal with business financial distress in Spain” European Company and financial law review n.º 3 (218) p. 545.

66

Así GARCIMARTIN ALFÉREZ, F., “Sobre el nuevo régimen aplicable a los planes de reestructuración...” *op.cit.* en Revista general de insolvencias y reestructuraciones (I&R) n.º

extraordinario 3/2021, pp. 47-85.

© 2022 [Thomson Reuters (Legal) Limited]

02 MAR 2022

# Revista de Derecho Mercantil

CIVITAS

---

**Este PDF contiene**

**[5.3. Socios y cuota de liquidación, p.RR-1.14](#)**

**[IV. Bibliografía, p.RR-1.15](#)**

# Revista de Derecho Mercantil

2022

Número 323 (Enero-Marzo 2022)

Estudios

1. Reestructuraciones preconcursales forzosas: el mejor interes de los acreedores (JUANA PULGAR EZQUERRA)

III. La transposición de la directiva al derecho español: la individualización de la prueba del mejor interés de los acreedores

5. Supuestos particulares de aplicación de la prueba del “mejor interés de los acreedores”

5.3. Socios y cuota de liquidación

## 5.3. Socios y cuota de liquidación

Otra de las relevantes cuestiones que suscita la aplicación de la prueba del mejor interés de los acreedores, es si esta podría ser aplicada a los accionistas y tenedores de participaciones, como medida de protección mínima de los derechos económicos de éstos en la empresa en reestructuración.

En la Directiva UE 2019/1023 sobre marcos de reestructuración preventiva, se parte en su art. 2.1 de un concepto muy amplio del término reestructuración, que abarca todos aquellos mecanismos destinados a incidir no solo en el pasivo, sino también en el activo de la compañía y que incluyen medidas tales como la modificación de los términos y condiciones del pasivo del deudor –quitas, esperas, capitalización de créditos y/u otras medidas de modificación del pasivo existente– así como la reorganización de sus activos, mediante ventas de ciertos activos del deudor o de la empresa como empresa en funcionamiento. En este contexto, la reestructuración exigirá en su caso la adopción de medidas de distinta índole de carácter societario, lo que compete a los socios reunidos en junta en la tradicional distribución de competencias entre órganos en las sociedades de capital. En este marco, se actualizarán en muchas ocasiones en la adopción de éstas medidas en un contexto de insolvencia o proximidad a ésta, los potenciales conflictos de intereses entre socios mayoritarios y minoritarios y de aquellos con los administradores sociales y los acreedores, que estaban latentes desde el momento mismo en que los acreedores, generalmente por vía contractual, se vincularon con la compañía<sup>67</sup>.

En este marco y desde el momento en el que en la directiva se parte de que el derecho de sociedades no puede constituir un obstáculo para la reestructuración, se contempla la opción de alterar el marco de distribución de competencias entre órganos o la solución menos traumática de posible consideración de socios y accionistas como afectados por el plan de reestructuración, pudiendo constituir una clase de acreedores y como tales sometidos a posibles mecanismos de reestructuración forzosa. En este marco, habría de entenderse que la prueba del mejor interés de los acreedores, también debería superarse respecto de los “socios disidentes” afectados por un plan de reestructuración<sup>68</sup> y así parece entenderse en la Directiva, en cuyo considerando 49 se alude a la aplicación de la prueba del mejor interés de los acreedores a los tenedores de participaciones disidentes, haciendo referencia a lo que “razonablemente cabría esperar” en caso de liquidación o por debajo de lo que razonablemente cabría esperar en el caso de la mejor solución alternativa.

En el proyecto de modificación del texto refundido de la ley concursal, no se opta acertadamente a nuestro entender por considerar a los socios como una clase de acreedores residuales; Tampoco se acoge la otra opción posible ofrecida por la Directiva de alterar el marco societario de competencias como mecanismo de control y represión de un eventual holdout de socios, siendo admitida sin embargo la posibilidad de que los socios se vean afectados por el plan de reestructuración<sup>69</sup>). En este sentido, se parte del reconocimiento de un derecho de voto de los socios cuando el plan de reestructuración les afecta (p. ej. ampliaciones de capital, modificaciones estructurales, disposición de activos esenciales ...), manifestándose la voluntad de los socios a través de las reglas societarias aplicables al tipo social de que se trate, produciéndose en tipos societarios capitalistas dicha aceptación en junta, bajo ciertas reglas especiales en lo relativo a plazos, orden del día, mayorías... (art. 631 del proyecto) y por tanto sin aplicación del sistema informal de voto aplicable a los demás acreedores en el marco de los planes de reestructuración.

No obstante, como se ha adelantado, a la vez se admite que los socios en su condición de acreedores residuales puedan verse "arrastrados" por los efectos de un plan de reestructuración, pero solo si la compañía se encuentra en estado de insolvencia actual o inminente y no así en supuestos de mera probabilidad de insolvencia, en los que el socio en principio cuenta con el beneficio del plazo que constituiría un incentivo para promover la reestructuración temprana de la compañía.

Sobre la base de estas premisas, podríamos encontrarnos en la práctica con dos posibles situaciones; De un lado, los socios aprueban el plan y los minoritarios pueden impugnar el acuerdo social, porque no se ha respetado el procedimiento previsto en relación al plan de reestructuración o por razones de fondo derivadas de la normativa societaria, canalizándose en ambos casos ello a través de la impugnación u oposición a la homologación del plan de reestructuración, lo que no excluiría en todo caso su posible homologación.

De otro lado, los socios han podido rechazar el plan y sin embargo resultar afectados por este pudiendo oponerse o impugnar la homologación del plan, por los motivos legales de impugnación y en particular cuando el deudor no se encuentre en situación de insolvencia actual o inminente o cuando no se les haya respetado su valor residual en cuyo caso operaría la prueba del mejor interés de los acreedores.

Tema distinto es determinar cómo resultará superada la prueba del mejor interés de los acreedores, respecto de los socios, cuyo análisis por su complejidad y extensión excede del ámbito del presente trabajo y del que nos ocuparemos en otra ocasión, pero respecto del que podemos adelantar que a nuestro entender ello vendrá en gran medida determinado por la situación económica de la compañía, esto es, por el presupuesto objetivo subyacente a la reestructuración.

En efecto, en aquellos supuestos en los que el patrimonio neto sea negativo, correspondiéndoles a los socios una hipotética cuota de liquidación de cero, está claro que la prueba resultaría en todo caso superada, dado que este socio no quedaría peor tratado en la reestructuración, de lo que sería tratado en una hipotética liquidación concursal.

Ahora bien, la problemática comienza cuando dicho patrimonio neto no es negativo y la compañía atraviesa dificultades económicas iniciales y tempranas constitutivas de insolvencia inminente, supuestos en los que en caso de liquidación concursal los socios conservarían valor en la compañía, conectando todo ello con la compleja valoración de los activos de la compañía, a lo que se añadiría en su caso la particular situación del socio privilegiado con garantía real.

---

## NOTAS AL PIE DE PÁGINA

---

67

Me he ocupado de estos temas con anterioridad en PULGAR EZQUERRA, J., “Gobierno corporativo, sociedades cotizadas y proximidad de la insolvencia: administradores, accionistas y acreedores” RCP 3/2019 pp. 35-70.

---

68

En este sentido, DIAZ MORENO, A., *op.cit.* p. 31-32; VATTERMOLI, D., “La posizione dei soci nelle ristrutturazioni. Dal principio di neutralità organizzativa alla residual owner doctrine?” En Riv delle società, LXIII-4, 2018, pp. 884-885.

---

69

*Vid.* análisis descriptivo de las opciones adoptadas en el anteproyecto de modificación del texto refundido de la ley concursal, sin que este tema haya sido objeto de modificación en su conversión en proyecto de ley en: GARCIMARTIN ALFÉREZ, F., “Sobre el nuevo régimen aplicable...” *op. cit.* I & R 3/2021, p. 64-66.

# Revista de Derecho Mercantil

2022

Número 323 (Enero-Marzo 2022)

Estudios

1. Reestructuraciones preconcursales forzosas: el mejor interes de los acreedores  
(JUANA PULGAR EZQUERRA)

IV. Bibliografía

## IV. BIBLIOGRAFÍA

ALONSO, C/BOWKETT, H., "Restructuring tools in the United Kingdom and in Spain" en Revista General de Insolvencias & Reestructuraciones (I&R) 2/2021 (Ed. Iustel) pp. 419-422.

AZNAR GINER, E.

"La impugnación de acuerdos de refinanciación homologados: el Caso Abengoa (Comentario a la sentencia del juzgado de lo mercantil núm. 2 de Sevilla de fecha 25 de septiembre de 2017)", *RDCP*, núm. 28, 2018, pp. 213-230.

AZOFRA VEGAS, F., *La homologación judicial de acuerdos de refinanciación*, Reus, Madrid, 2016.

BAIRD, D. G., "*Elements of bankruptcy*" Foundation Press, New York, 2006.

BAIRD, D. G., BERNSTEIN, D. S., "Absolute priority rule, valuation uncertainty and the reorganization bargain", *Yale Law Journal*, Vol. 115, 2006, pp. 1930-1970.

BEBCHUK, L. A., "A new approach to corporate reorganization", *Harvard Law Review*, Vol. 101, 1988, pp. 775-804.

BUIL ALDANA, I. y CERDA MASIP, A., "When debt is the new equity: capital riesgo y *distressed investing* en un marco de crisis económica y reforma concursal", *RECR*, núm. 1, 2012 (consultado en versión electrónica).

CABANAS TREJO, R., "La garantía real en el precurso de acreedores" *Diario la ley* n.º 8317, 3 de mayo de 2014, pp. 8 y ss.

DE CÁRDENAS SMITH, C., "La propuesta de directiva sobre reestructuración temprana y su transposición al derecho español", *RDCP*, núm. 29, 2018, pp. 223-235.

DE WEIJS, R., JONKERS, A., y MALAKOTIPOUR, M., "[The Imminent Distortion of European Private, Company and Insolvency Law by the Introduction of Relative Priority European Style](https://europeanlawblog.eu/2019/03/15/the-imminent-distortion-of-european-private-company-and-insolvency-law-by-the-introduction-of-relative-priority-european-style/)" en <https://europeanlawblog.eu/2019/03/15/the-imminent-distortion-of-european-private-company-and-insolvency-law-by-the-introduction-of-relative-priority-european-style/>.

DÍAZ MORENO, A., "Socios, planes de reestructuración y capitalización de créditos en la Directiva (UE) 2019/1023, sobre Reestructuración e Insolvencia", *Anuario de Derecho Concursal (ADCo)* n.º 50/2020, pp. 7 y ss.

EIDENMULLER, H., "Contracting for a European insolvency regimen" *18 European business and organization law review* 273/2017.

- FERNÁNDEZ RODRÍGUEZ, A., "El nuevo concepto del 'sacrificio desproporcionado' y sus implicaciones", *RDCP*, núm. 22, 2015, pp. 241-249.
- FISHER, T. /MARTEL, J., "Does it matter how Bankruptcy judges evaluate the creditors' Best interest test?", *the American Bankruptcy law Journal*, Vol. 81, n.º 4, 2007 pp. 497-514.
- FLORES SEGURA, M. "La prueba del interés superior de los acreedores" *Revista de Derecho Mercantil* n.º 318 / 2020 pp. 5 y ss.
- GARCÍA VILLAVERDE, R., GARCÍA VILLAVERDE, R., "Instituciones concursales y paraconcursoales", *RFDUC* n.º ext. 8/1985, pp. 189-210.
- GARCIMARTÍN ALFÉREZ, F. J., "Los 'marcos de reestructuración preventiva' en el derecho europeo: reflexiones sobre sus fundamentos normativos", BERMEJO GUTIÉRREZ, N., MARTÍNEZ FLOREZ, A. y RECALDE CASTELLS, A. (coords.), *Las reestructuraciones de las sociedades de capital en crisis*, Civitas, Cizur-Menor, 2019, pp. 35-66.
- "Rangos crediticios, opciones y subrogación", *Almacén de Derecho*, 12 de diciembre de 2018 (disponible on-line en <https://almacenederecho.org/rangos-crediticios-opciones-y-subrogacion>).
- "Algunas reflexiones sobre el Derecho preconcursal", *La Ley Mercantil*, Wolters Kluwer, núm. 70, 2020, pp. 1-7 (consultado en versión electrónica).
- "La prueba del interés superior de los acreedores" *Almacén de Derecho*, 22 junio 2021.
- "Sobre el nuevo régimen aplicable a los planes de reestructuración del libro II del anteproyecto y las novedades del libro IV" en *Revista general de insolvencias y reestructuraciones*, I & R, numero extraordinario 3/2021.
- GARCIMARTÍN ALFÉREZ, F. J. y SÁNCHEZ FERNÁNDEZ, "Reestructuración transfronteriza en la UE: el Reglamento Europeo de Insolvencia y la Directiva de reestructuración preventiva", *RDCP*, núm. 32, 2020, pp. 29-38.
- GARCIMARTÍN ALFÉREZ, F. J. y THERY MARTÍ, A., "Conflictos de interés y acuerdos de refinanciación", *Almacén de Derecho*, 24 de febrero de 2021 (disponible on-line en <https://almacenederecho.org/conflictos-de-interes-y-acuerdos-de-refinanciacion>).
- GARRIDO, J. /DELONG, C. /RASEK, A./ROSHA, A. "Restructuring and insolvency in Europe: policy options in the implementation of the EU Directive" IMF, working paper, Mayo 2021, p. 22.
- GÓMEZ ASENSIO, C., *Los acuerdos de reestructuración en la directiva (UE) 2019/1023 sobre marcos de reestructuración preventiva*, Aranzadi, Cizur-Menor, 2019.
- GURREA MARTÍNEZ, A., *El Derecho concursal en España: Problemas estructurales y propuesta de reforma*, Reus, Madrid, 2018.
- HICKS, J., "Foxes guarding the henhouse: the modern best interest of creditors test in chapter 11 Reorganizations", *Nevada Law Journal*, Vol 5, n.º 3, 2005, pp. 820-841.
- JACKSON, T. H., *"The Logic and Limits of Bankruptcy Law"*, Beard Books, Washington D. C., 2001.
- LEÓN SANZ, F. J., "La reestructuración empresarial como solución de la insolvencia", *ADC*, N.º 30, pp. 75-98.

LOYENS & LOEFF, "WHOA - the Dutch scheme of arrangement", *Quoted*, Ed. 138, 2021, consultado en <https://www.loyensloeff.com/media/479276/quoted-dutch-scheme-of-arrangement-whoa-dutch-scheme-of-arrangement-whoa.pdf>.

MADAUS, S., "A role model for implementing the restructuring Directive? The new German law for preventive restructuring procedures in Germany", *Revista General de insolvencias & reestructuraciones I&R*, (Iustel) núm. 1, 2021, pp. 211-220.

MARIN DE LA BARCENA, F., "Intereses de los socios e intereses del concurso durante la tramitación del proceso concursal" en AAVV "convergencias y paralelismos entre el derecho de sociedades y el derecho concursal". Marcial Pons 2007, pp. 303 y ss.

MOKAL, R., "Fairness", en *Best practices in European restructuring: contractualised distress resolution in the shadow of the law*, en STANGHELLINI, L., MOKAL, R., PAULUS, C.G., TIRADO MARTÍ, I. (coord.), Wolters Kluwer, Milán, 2018.

NAVARRO FRIAS, I., *El contrato entre acreedores*, Civitas, Cizur Menor, 2016.

PAYNE, J., *Schemes of Arrangement: Theory, Structure and Operation*, Cambridge University Press, Cambridge, 2014.

PULGAR EZQUERRA, J., "Gobierno corporativo, sociedades cotizadas y proximidad de la insolvencia: administradores, accionistas y acreedores", *RDCP*, núm. 30, 2019, pp. 35-70.

*Preconcuralidad y reestructuración empresarial*, Wolters Kluwer, Madrid, 3.ª ed., 2021.

*La renegociación de la financiación con aval público*, *RDBB n.º 163/ julio-septiembre 2021*, pp. 11-90.

RICHTER, T. y THERY, A., *Insol Europe Guidance Note on the Implementation of Preventive Restructuring Frameworks under EU Directive 2019/1023: Claims, clases, voting, confirmation and the cross-class cram-down*, INSOL EUROPE, 2020 (abril).

ROTARU, V., "The restructuring Directive: a functional law and economic analysis from a French law perspective" *Droit et Croissance*, electronic copy available at: <https://ssrn.com/abstract/3461716>.

RUIZ OJEDA, A., "No creditor worse off (NCWO): la insoportable levedad del derecho paraconcursal bancario", AAVV Estudios sobre resolución bancaria. Dir. Ruiz ojeda /Lopez Jimenez.

SANCHO GARGALLO, I., "Revisión de la homologación de acuerdos de refinanciación en el marco de la directiva UE 2019/1023" en *RcP /2020*, pp. 213 y ss.

THE WORLD BANK, *Principles and Guidelines for Effective Insolvency and Creditor Rights Systems*, abril 2001.

THERY MARTÍ, A., "Los marcos de reestructuración en la propuesta de Directiva de la Comisión europea de 22 de noviembre de 2016 (I)", *Revista La Ley*, núm. 8186, 2017 (consultado en versión electrónica).

"Los marcos de reestructuración en la propuesta de Directiva de la Comisión europea de 22 de noviembre de 2016 (y II)", *Revista La Ley*, núm. 19534, 2017 (consultado en versión electrónica).

Implicaciones de la valoración en la Ley Concursal, *Diario La Ley*, núm. 8492, 2015 (consultado en versión electrónica).

TOLLENAAR, N., *Pre-insolvency proceedings: A normative foundation and framework*, Oxford University Press, Oxford, 2019.

TIRADO MARTI, I., "Reflexiones sobre el concepto de "interés concursal (Ideas para la construcción de una teoría sobre la finalidad del concurso de acreedores)", *ADC*, Tomo LXII, 2009, pp. 1055-1107.

-“Scheming against the schemes. A new framework to deal with business financial distress in Spain” *European Company and Financial Law Review* n.º 3, 2018, pp. 516-552.

TIRADO MARTÍ, I. Y MOKAL, R., "Has Newton had his day? Relativity and realism in European restructuring", *Eurofenix*, núm. 74, Winter 2018/2019, pp. 20-23.

KRAAKMAN, ARMOUR y otros "The anatomy of corporate law: a comparative and functional approach", 3.ª ed. Oxford University Press 2017.

VATTERMOLI, D., "La posizione dei soci nelle ristrutturazioni. Dal principio di neutralità organizzativa alla residual owner doctrine?" *Riv delle società*, LXIII-4, 2018.

WINDSOR, J., "Una visión panorámica de los Schemes of Arrangement ingleses", *RDCP*, núm. 15, 2011, pp. 553-563.