

TEMAS

Subordinación contractual relativa y reestructuración empresarial

Ignacio Buil Aldana



III LA LEY

TEMAS

Subordinación contractual relativa y reestructuración empresarial

Ignacio Buil Aldana

© Ignacio Buil Aldana, 2024
© LA LEY Soluciones Legales, S.A.

LA LEY Soluciones Legales, S.A.

C/ Collado Mediano, 9
28231 Las Rozas (Madrid)
Tel: 91 602 01 82
e-mail: clienteslaley@aranzadilaley.es
<https://www.aranzadilaley.es>

Primera edición: abril 2024

Depósito Legal: M-8655-2024
ISBN versión impresa: 978-84-19905-55-0
ISBN versión electrónica: 978-84-19905-56-7

Diseño, Preimpresión e Impresión: LA LEY Soluciones Legales, S.A.
Printed in Spain

© **LA LEY Soluciones Legales, S.A.** Todos los derechos reservados. A los efectos del art. 32 del Real Decreto Legislativo 1/1996, de 12 de abril, por el que se aprueba la Ley de Propiedad Intelectual, LA LEY Soluciones Legales, S.A., se opone expresamente a cualquier utilización del contenido de esta publicación sin su expresa autorización, lo cual incluye especialmente cualquier reproducción, modificación, registro, copia, explotación, distribución, comunicación, transmisión, envío, reutilización, publicación, tratamiento o cualquier otra utilización total o parcial en cualquier modo, medio o formato de esta publicación.

Cualquier forma de reproducción, distribución, comunicación pública o transformación de esta obra solo puede ser realizada con la autorización de sus titulares, salvo excepción prevista por la Ley. Dirijase a **Cedro** (Centro Español de Derechos Reprográficos, www.cedro.org) si necesita fotocopiar o escanear algún fragmento de esta obra.

El editor y los autores no asumirán ningún tipo de responsabilidad que pueda derivarse frente a terceros como consecuencia de la utilización total o parcial de cualquier modo y en cualquier medio o formato de esta publicación (reproducción, modificación, registro, copia, explotación, distribución, comunicación pública, transformación, publicación, reutilización, etc.) que no haya sido expresa y previamente autorizada.

El editor y los autores no aceptarán responsabilidades por las posibles consecuencias ocasionadas a las personas naturales o jurídicas que actúen o dejen de actuar como resultado de alguna información contenida en esta publicación.

LA LEY SOLUCIONES LEGALES no será responsable de las opiniones vertidas por los autores de los contenidos, así como en foros, chats, u cualesquiera otras herramientas de participación. Igualmente, LA LEY SOLUCIONES LEGALES se exime de las posibles vulneraciones de derechos de propiedad intelectual y que sean imputables a dichos autores.

LA LEY SOLUCIONES LEGALES queda eximida de cualquier responsabilidad por los daños y perjuicios de toda naturaleza que puedan deberse a la falta de veracidad, exactitud, exhaustividad y/o actualidad de los contenidos transmitidos, difundidos, almacenados, puestos a disposición o recibidos, obtenidos o a los que se haya accedido a través de sus PRODUCTOS. Ni tampoco por los Contenidos prestados u ofertados por terceras personas o entidades.

LA LEY SOLUCIONES LEGALES se reserva el derecho de eliminación de aquellos contenidos que resulten inveraces, inexactos y contrarios a la ley, la moral, el orden público y las buenas costumbres.

Nota de la Editorial: El texto de las resoluciones judiciales contenido en las publicaciones y productos de **LA LEY Soluciones Legales, S.A.**, es suministrado por el Centro de Documentación Judicial del Consejo General del Poder Judicial (Cendoj), excepto aquellas que puntualmente nos han sido proporcionadas por parte de los gabinetes de comunicación de los órganos judiciales colegiados. El Cendoj es el único organismo legalmente facultado para la recopilación de dichas resoluciones. El tratamiento de los datos de carácter personal contenidos en dichas resoluciones es realizado directamente por el citado organismo, desde julio de 2003, con sus propios criterios en cumplimiento de la normativa vigente sobre el particular, siendo por tanto de su exclusiva responsabilidad cualquier error o incidencia en esta materia.

ÍNDICE SISTEMÁTICO

PRÓLOGO	19
INTRODUCCIÓN	31

PARTE I

FINANCIACIÓN DE EMPRESAS Y ESTRUCTURA DE CAPITAL

CAPÍTULO I

FINANCIACIÓN DE EMPRESAS: LA ESTRUCTURA DE CAPITAL Y LAS CLASES DE DEUDA	41
I. CONCEPTO DE ESTRUCTURA DE CAPITAL.....	43
II. EL MERCADO DE CRÉDITO Y LAS ESTRUCTURAS DE CAPITAL COMPLEJAS.....	45
III. ESTRUCTURA DE CAPITAL Y OPCIONES DE COMPRA.....	52

CAPÍTULO II

LAS CLASES DE DEUDA EN LA ESTRUCTURA DE CAPITAL	57
I. LA DEUDA <i>SENIOR</i> COMO DEUDA PREFERENTE EN LA ESTRUCTURA DE CAPITAL.....	59
II. LA DEUDA SUBORDINADA.....	62
1. Tipologías.....	62
2. La deuda subordinada externa.....	64
2.1. La deuda mezzanine.....	65
2.2. La deuda second lien.....	72
3. La deuda subordinada interna.....	73

PARTE II

CONSIDERACIONES GENERALES SOBRE LA SUBORDINACIÓN CONTRACTUAL

CAPÍTULO III

SUBORDINACIÓN CONTRACTUAL Y VALOR <i>EX ANTE</i> DE LOS CRÉDITOS	79
I. RIESGO DE CRÉDITO	81
II. LA MODERACIÓN FORMAL E INFORMAL DEL RIESGO DE CRÉDITO.....	84
III. LA SUBORDINACIÓN COMO TÉCNICA CONTRACTUAL DE LOS ACREEDORES PARA CONFIGURAR EL VALOR <i>EX ANTE</i> DE LOS CRÉDITOS	87

CAPÍTULO IV

RÉGIMEN JURÍDICO DE LA SUBORDINACIÓN CONTRACTUAL	91
I. CONCEPTO DE LA SUBORDINACIÓN CONTRACTUAL	93
II. CARACTERÍSTICAS GENERALES	96
1. Ámbito subjetivo	96
1.1. Los acreedores y su tipología.....	96
1.2. El deudor común.....	99
2. Ámbito objetivo: contenido de un acuerdo de subordinación.....	104
3. La forma de la subordinación: cláusula de subordinación y contrato entre acreedores	105
3.1. La cláusula de subordinación	106
3.2. El contrato entre acreedores: un supuesto de subordinación contractual atípica	110
III. NATURALEZA JURÍDICA DE LA SUBORDINACIÓN CONTRACTUAL	114
1. Generalidades	114
2. Las teorías sobre el contenido del negocio jurídico de la subordinación.....	116
3. Nuestra posición: la subordinación contractual relativa como obligación convencional	121

IV.	LAS FUNCIONES ECONÓMICAS DE LA SUBORDINACIÓN CONTRACTUAL	124
1.	La función económica de la subordinación contractual para el deudor	125
1.1.	El fortalecimiento de la estructura de capital	125
1.2.	La captación de financiación ajena en el desarrollo de la actividad empresarial del deudor.....	126
2.	La función económica de la subordinación contractual para los acreedores: mecanismo de garantía.....	127
3.	Otras funciones de «mercado»: la mejora crediticia o «credit enhancement»	128
V.	CLASES DE SUBORDINACIÓN CONTRACTUAL.....	130
1.	Subordinación general (o absoluta) y subordinación relativa: el beneficiario de la subordinación.....	130
2.	La subordinación garantizada: garantías y subordinación	131
3.	«Turn-over debt subordination», «contingent debt subordination», «pari passu agreements» y subordinación en escala: el mecanismo de subordinación	133
4.	Subordinación total y subordinación parcial: el alcance de la subordinación respecto al crédito subordinado.....	138
5.	Subordinación completa y subordinación incompleta: hecho determinante de la subordinación.....	139
6.	Subordinación originaria y subordinación sobrevenida: momento en el que se pacta la subordinación	140

PARTE III

EL RÉGIMEN JURÍDICO DE LA SUBORDINACIÓN CONTRACTUAL Y SU SISTEMÁTICA

CAPÍTULO V

	LOS MARCOS DE REESTRUCTURACIÓN PREVENTIVA EN EL DERECHO ESPAÑOL	145
I.	LAS FINALIDADES DEL CONCURSO Y LOS INSTITUTOS REORGANIZATIVOS.....	147
II.	EL DERECHO PRECONCURSAL COMO «DERECHO ESPECIAL» FRENTE AL DERECHO CONCURSAL Y EL DERECHO COMÚN/CIVIL	153

III.	LA AUTONOMÍA SISTEMÁTICA DEL DERECHO PRECONCURSAL EN EL DERECHO ESPAÑOL	156
IV.	LA TRANSPOSICIÓN DE LA DIRECTIVA DE REESTRUCTURACIÓN TEMPRANA Y LA REFORMA DE 2022 DE LA LEY CONCURSAL.....	158
	1. La necesidad de un Derecho europeo de reestructuración uniforme.....	158
	2. La reforma de la LC: breve referencia al proceso de transposición de la Directiva de Reestructuración temprana.....	163

CAPÍTULO VI

	ESTADO ACTUAL DE LA CUESTIÓN: EL RÉGIMEN DE LA SUBORDINACIÓN CONTRACTUAL EN EL MODELO ESPAÑOL CON REFERENCIA AL DERECHO COMPARADO	167
I.	ACUERDOS DE SUBORDINACIÓN, CRISIS ECONÓMICA DEL DEUDOR COMÚN Y COSTES DE REORGANIZACIÓN.....	169
II.	LOS ACUERDOS DE SUBORDINACIÓN CONTRACTUAL COMO PACTOS PARACONCURSALES O PARAPRECONCURSALES.....	177
	1. Precisión terminológica: lo «paraconcursal» en los acuerdos de subordinación.....	177
	2. Tipos de pactos desde una perspectiva preconcursal y concursal.....	179
	2.1. Consideraciones previas.....	179
	2.2. Ámbito subjetivo	180
	2.2.1. Pactos reservados y no reservados.....	180
	2.3. Ámbito objetivo	181
	2.3.1. Pactos de relación	181
	2.3.2. Pactos de atribución.....	183
	2.3.3. Pactos de organización o de gestión del pasivo frente al deudor común.....	184
	2.3.4. Pactos mixtos	186
III.	EL RÉGIMEN DE LA SUBORDINACIÓN CONTRACTUAL EN EL MODELO ESPAÑOL CON REFERENCIA AL DERECHO COMPARADO.....	186
	1. Marco normativo comparado: la experiencia internacional ..	186

1.1.	El modelo norteamericano: la subordinación contractual en el Bankruptcy Code de los EE.UU.....	186
1.2.	El modelo inglés: subordinación contractual y clasificación de créditos	190
1.3.	Subordinación contractual y las recomendaciones de UNCITRAL	191
2.	El modelo español de subordinación contractual.....	193
2.1.	Consideraciones sobre el estado de la cuestión con carácter previo a la Ley 16/2022	193
2.2.	La subordinación contractual absoluta en el Derecho español: continuidad del régimen anterior a la reforma.....	199
2.2.1.	Subordinación absoluta y posposición en el pago	200
2.2.2.	Los acreedores contractualmente subordinados y el voto en fase de convenio	202
2.2.3.	La cancelación de las garantías de cualquier clase constituida en favor del acreedor subordinado	204
2.3.	La subordinación contractual relativa tras la reforma de 2022: el artículo 435.3 TRLC.....	206
2.3.1.	La «ejecutabilidad» de los pactos de subordinación relativa en sede concursal y preconcursal.....	206
2.3.2.	El ámbito subjetivo de los pactos de subordinación relativa reconocidos por el TRLC: el requisito de la participación del deudor común	209
2.3.3.	La conceptualización y alcance del «pacto de subordinación relativa» en el TRLC. Tendencias contractuales	211
2.3.4.	La ausencia de «perjuicio a tercero» como requisito para el reconocimiento de los pactos de subordinación relativa: la perspectiva económica y política	214

CAPÍTULO VII

LA CLASIFICACIÓN DE LOS CRÉDITOS CONTRACTUALMENTE SUBORDINADOS.....	217
--	------------

I.	CONSIDERACIONES GENERALES	219
1.	Las clases de acreedores como elemento central para la adopción y confirmación del plan de reestructuración	219
2.	La inherente tensión entre la infra-inclusión y la sobre-inclusión. El límite de los comportamientos abusivos («gerrymandering»)	223
II.	LOS MODELOS DE DERECHO COMPARADO DE CLASIFICACIÓN DE CRÉDITOS.....	224
1.	El modelo del Chapter 11 formación de clases: flexibilidad, legal nature y unfair discrimination.....	224
2.	La formación de clases de acreedores en el Scheme of Arrangement del Derecho inglés	229
III.	EL MODELO ESPAÑOL.....	235
1.	Las clases de acreedores en el Derecho preconcursal español.....	235
1.1.	Los planes de reestructuración y la afectación de los créditos	235
1.2.	Los criterios para la formación de clases.....	237
1.2.1.	Consideraciones previas	237
1.2.1.1.	Los socios no constituyen una clase bajo el plan de reestructuración	237
1.2.1.2.	El proponente del plan de reestructuración es quien forma las clases de acreedores	237
1.2.1.3.	La relevancia de la perspectiva económica en la formación de clases	239
1.3.	Los criterios para la formación de clases.....	241
1.3.1.	Criterios imperativos: art. 623.1 y 624 TRLC ..	242
1.3.2.	Criterios facultativos para la subdivisión de los créditos en clases ex art. 623.3 TRLC	245
1.3.2.1.	Consideraciones generales.....	245
1.3.2.2.	La naturaleza financiera o no de los créditos.....	246
1.3.2.3.	Los conflictos de interés.....	247
1.4.	Confirmación judicial de clases.....	249

1.4.1.	Confirmación judicial facultativa de clases de acreedores	249
1.4.2.	Los efectos de la estimación de la incorrecta formación de clases de acreedores como motivo de impugnación del plan de reestructuración	253
2.	La clasificación de los acreedores subordinados	254
2.1.	Subordinación contractual y la problemática de la infra-inclusión	254
2.2.	Los conflictos de interés entre las clases de acreedores en contextos de clasificación de créditos y subordinación contractual	257
2.3.	La clasificación de los créditos contractualmente subordinados: regla general y excepciones	261
2.3.1.	Las alternativas de clasificación	261
2.3.2.	La clasificación separada como regla general	265
2.3.3.	La clasificación separada exige que el deudor sea parte del acuerdo de subordinación	266
2.3.4.	Los derechos de los acreedores senior, los acreedores subordinados y los acreedores neutrales	269
2.3.5.	Las excepciones a la clasificación separada ...	273
2.3.5.1.	La inidoneidad de la excepción «de minimis»	274
2.3.5.2.	Las excepciones contractuales y su validez en Derecho español	276

CAPÍTULO VIII

LOS DERECHOS ACCESORIOS DE LOS ACREEDORES CONTRACTUALMENTE SUBORDINADOS	279
I. EL DERECHO DE VOTO COMO DERECHO ACCESORIO PRINCIPAL	281
1. El derecho de voto en los planes de reestructuración	281
2. Derecho de voto y acreedores subordinados: regla general...	282
II. LA SUBORDINACIÓN Y LOS MECANISMOS DE PROTECCIÓN DEL ACREEDOR SENIOR ADICIONALES A LA SUBORDINACIÓN	283

1.	Los derechos accesorios del acreedor <i>senior</i> y los <i>bankruptcy waivers</i>	285
2.	La admisibilidad de los <i>bankruptcy waivers</i> : la experiencia del Chapter 11.....	293
2.1.	Tesis restrictiva	296
2.2.	Tesis amplia.....	297
2.3.	Tesis intermedia.....	298
III.	LA EXCEPCIÓN «CONTRACTUAL» AL DERECHO DE VOTO DE LOS ACREEDORES SUBORDINADOS EN CONTEXTOS DE REESTRUCTURACIÓN PRECONCURSAL	300
1.	La cesión del derecho de voto mediante el otorgamiento de un poder de representación o cesión del crédito: problemática ...	300
2.	La cesión del derecho de voto y clasificación en clases	302
3.	La cesión del derecho de voto y la impugnación del plan de reestructuración por los acreedores subordinados.....	305
4.	La renuncia al voto por el acreedor subordinado.....	308
5.	Los derechos accesorios en el contexto del art. 435.3 TRLC y su reflejo en los planes de reestructuración.....	309
5.1.	Consideraciones generales	309
5.2.	La asignación de los derechos de voto en favor del acreedor senior debe ser expresa y general.....	313
5.3.	La asignación de derechos de voto no debe ser perjudicial para los acreedores neutrales.....	313
5.4.	Descalificación del voto del acreedor subordinado en supuestos de limitación en su ejercicio	314
IV.	LA EXCEPCIÓN «ECONÓMICA»: LOS ACREEDORES SUBORDINADOS OUT OF THE MONEY Y EL DERECHO DE VOTO	315

CAPÍTULO IX

	CONFIRMACIÓN DEL PLAN DE REESTRUCTURACIÓN Y SUBORDINACIÓN CONTRACTUAL	319
I.	ANTECEDENTES: EL CONCEPTO DE SACRIFICIO DESPROPORCIONADO DEL DERECHO ESPAÑOL	321
II.	LA IMPUGNACIÓN DEL PLAN DE REESTRUCTURACIÓN.....	323
1.	Esquema general.....	323
2.	La prueba del interés superior de los acreedores.....	326
3.	La regla de la prioridad absoluta.....	329

3.1.	Experiencias de Derecho comparado: la regla de prioridad absoluta en el Derecho norteamericano	329
3.2.	Los antecedentes del Derecho español: a regla de la prioridad absoluta en la Directiva.....	336
3.2.1.	La regla de la distribución del excedente de la reestructuración y las opciones de la Directiva	336
3.2.2.	La regla de la prioridad absoluta y la regla de la prioridad relativa.....	339
3.3.	La regla de la prioridad absoluta en el TRLC.....	344
3.3.1.	Concepto y alcance de la regla de la prioridad absoluta. La diferencia con la regla de la paridad entre clases («no unfair discrimination»)	344
3.3.2.	El «valor inferior» como criterio determinante para la apreciación de la vulneración de la RPA.....	346
3.3.3.	Las excepciones a la regla de la prioridad absoluta.....	347
3.4.	La igualdad de trato entre las clases de acreedores del mismo rango	351
III.	LA SUBORDINACIÓN CONTRACTUAL RELATIVA Y LOS TEST PARA LA CONFIRMACIÓN DEL PLAN DE REESTRUCTURACIÓN	352
1.	Acreedores subordinados, planes de reestructuración y regla de la prioridad absoluta	352
2.	La relación entre acreedores senior, subordinados y pago a través de un nuevo instrumento de deuda o capital	355
3.	El impacto de la RPA en la subordinación pari passu	358
4.	Acuerdos de subordinación: posición de los acreedores neutrales y la igualdad de trato entre las clases de acreedores	359
5.	Impugnación del plan de reestructuración y <i>bankruptcy waivers</i>	363

CAPÍTULO X

	SUBORDINACIÓN CONTRACTUAL Y FINANCIACIÓN DE DINERO NUEVO	365
I.	DEUDOR EN CRISIS Y FINANCIACIÓN.....	367
II.	SUBORDINACIÓN, DINERO NUEVO Y MECANISMOS DE CONTROL.....	371

III.	EL ACREEDOR SUBORDINADO COMO FINANCIADOR DE DINERO NUEVO	379
1.	Acreeedor contractualmente subordinado y financiación defensiva	379
2.	Sobre la posibilidad de aplicar la excepción del nuevo valor a los acreedores subordinados out of the money.....	383
3.	Financiación de dinero nuevo y bankruptcy waivers.....	385

CAPÍTULO XI

	LA FINANCIACIÓN INTERNA EN LOS MARCOS DE REESTRUCTURACIÓN PREVENTIVA: SUBORDINACIÓN LEGAL Y SUBORDINACIÓN CONTRACTUAL	387
--	--	------------

I.	LA FINANCIACIÓN DEL SOCIO (« <i>SHAREHOLDER LOANS</i> »)...	389
1.	Los socios como financiadores ajenos de la sociedad: infra-capitalización nominal, reclasificación y subordinación legal	389
2.	Régimen jurídico concursal de la financiación del socio en Derecho español	396
2.1.	Antecedentes históricos: entre el régimen concursal y las leyes de emergencia.....	396
2.2.	La financiación por persona especialmente relacionada en el TRLC	398
II.	LA FINANCIACIÓN INTRAGRUPPO (« <i>INTERCOMPANY LOANS</i> »)	402
1.	Consideraciones previas	402
2.	El régimen de la financiación intragrupo en los marcos de reestructuración preventiva.....	407
III.	LA FINANCIACIÓN PARTICIPATIVA: LA DEUDA « <i>CUASI EQUITY</i> »	408
1.	Consideraciones previas	408
2.	El carácter subordinado de los préstamos participativos.....	412
3.	La problemática de los préstamos participativos garantizados	416
4.	Régimen de clasificación y régimen de derechos de voto de los acreedores participativos.....	417

	BIBLIOGRAFÍA	419
--	---------------------------	------------

I. RIESGO DE CRÉDITO

La relación jurídica de crédito derivada de los contratos de financiación (o «de dinero») puede definirse en sentido amplio como aquella relación que surge cuando un sujeto entrega dinero (préstamo) o se obliga a entregarlo a disposición de otro (apertura de crédito), que se obliga a su restitución, con o sin pago de intereses⁽¹⁾. Por lo tanto, las obligaciones que derivan de una relación jurídica de crédito a favor del financiador acreedor son fundamentalmente dos: restituir el dinero (o los títulos o mercancías prestadas) y retribuir su disponibilidad, pagando un interés. Así, el crédito, en tanto derecho subjetivo a exigir una prestación en el futuro, nace con la expectativa fundamental de satisfacer al acreedor mediante la devolución de la misma cantidad recibida por parte del deudor como receptor de la financiación. Constituye, por lo tanto, el principal riesgo de este derecho subjetivo el incumplimiento del deudor de su obligación fundamental de restituir el importe prestado (riesgo del crédito). Este riesgo debe analizarse desde la perspectiva de la relación de agencia existente entre el acreedor, como principal, y el deudor, como agente. El deudor tiene la consideración de agente al gestionar un patrimonio del que es titular jurídico, pero no económico en el sentido de que dicho patrimonio se encuentra vinculado a la satisfacción del crédito de los acreedores en virtud del artículo 1911 Cc⁽²⁾. Esta circunstancia resulta en el conflicto entre el deudor y el acreedor que motiva el conocido como monopolio bilateral que deriva de la imposibili-

(1) Seguimos la definición de VICENT CHULIA, F., *Introducción al Derecho Mercantil*, Tirant Lo Blanch, Valencia, 2012, p. 1832. Existen otras acepciones que, de forma amplia, consideran que la relación de crédito puede incluir también aquellos supuestos en los que un activo previamente titularidad del deudor se transforma en líquido por el acreedor mediando una operación financiera (descuento de efectos, titulización o «*sale and lease back*») o incluso las permutas financieras o provisiones de derivados financieras (especulativos o no especulativos).

(2) Citando literatura económica extranjera, se refiere al «riesgo del crédito» BERMEJO GUTIÉRREZ, N., *Créditos y Quiebra*, Madrid, Civitas, 2002, pp. 465-514.

dad del acreedor, bajo nuestro ordenamiento civil, de imponer una solución forzosa al deudor (por ejemplo, un acuerdo de refinanciación). Esto implica que, pese a la existencia de mecanismos indirectos para mitigar ese riesgo (por ejemplo, derechos de garantía real que permiten la realización de ciertos activos individuales del deudor), la satisfacción del derecho subjetivo de crédito del acreedor estará sujeto a la voluntad del deudor que podrá tratar de romper los acuerdos suscritos con sus acreedores al tener la facultad de solicitar el concurso voluntario e iniciar su liquidación. Este monopolio del deudor le puede hacer optar por soluciones que, pese a ser perjudiciales económicamente para el deudor y sus accionistas, les permitan mantener sus derechos subjetivos. Así el deudor y sus accionistas pueden retener el valor que se genera como consecuencia de la reestructuración («*going concern surplus*»), sin perjuicio de que dicha circunstancia pueda no estar alineada con el valor económico que acreedores, deudor y accionistas tengan en la estructura de capital⁽³⁾.

Al margen de la relación de agencia deudor/acreedor y la existencia del monopolio bilateral, la existencia de acreedores concurrentes en situaciones de escasez patrimonial del deudor (riesgo de insolvencia) constituye otro elemento de riesgo para el derecho subjetivo del acreedor a la devolución de su crédito. Nuestro ordenamiento civil trata de proteger a los acreedores través de los denominados mecanismos de tutela del derecho de crédito: el conjunto de facultades o acciones que el ordenamiento jurídico otorga al acreedor para reclamar, en el marco de la relación obligatoria, la satisfac-

(3) Nuestro ordenamiento civil no permite imponer una solución forzosa al deudor (por ejemplo, un acuerdo de refinanciación) lo que implica que pese a la existencia de mecanismos indirectos para mitigar ese riesgo (por ejemplo, derechos de garantía real que permiten la realización de ciertos activos individuales del deudor) el acreedor y la satisfacción de su derecho subjetivo de crédito permanece al albur de su deudor. El deudor podrá tratar de romper los acuerdos suscritos con sus acreedores teniendo en todo momento la facultad de solicitar el concurso voluntario e iniciar su liquidación. Este monopolio del deudor y la necesidad de proteger a su derecho de créditos de los efectos que derivan del mismo, puede forzar a los acreedores a optar por soluciones que pese a ser perjudiciales económicamente para ellos les permitan mantener su derecho subjetivo. Esta circunstancia, por su lado, puede permitir al deudor y a sus accionistas retener el valor que se genera como consecuencia de la reestructuración («*going concern surplus*»), sin perjuicio de que dicha circunstancia pueda no estar alineada con el valor económico que acreedores, deudor y accionistas tengan en la estructura de capital. GARCIMARTÍN ALFÉREZ, F.J., «Los “marcos de reestructuración preventiva” en el derecho europeo: reflexiones sobre sus fundamentos normativos», en Bermejo Gutiérrez, N., Martínez Flórez, A., Recalde Castells, A., *Las reestructuraciones de las sociedades de capital en crisis*, Civitas, Cizur-Menor, 2019, pp. 40-41.

ción de sus intereses en supuestos en los que existe el peligro de que dicho interés sea insatisfecho (tutela preventiva) o cuando el mismo haya sido insatisfecho de forma total o parcial (tutela defensiva)⁽⁴⁾.

Estas medidas de tutela y protección del crédito se basan en la actuación individual del acreedor basada únicamente en su interés particular, sin atender otras consideraciones como, por ejemplo, la optimización del patrimonio del deudor. Esto puede desembocar en ejecuciones desordenadas, altos costes de ejecución, destrucción de valor u otros efectos negativos, etc.⁽⁵⁾. Esta autotutela plantea un problema fundamental: ningún acreedor puede verse obligado a modificar los términos o naturaleza de su crédito salvo que consienta expresamente a ello (principio de relatividad de los contratos)⁽⁶⁾.

(4) Nuestro ordenamiento civil trata de proteger a los acreedores través de los denominados mecanismos de tutela del derecho de crédito. Estos mecanismos son el conjunto de facultades o acciones que el ordenamiento jurídico concede al acreedor para reclamar, en el marco de la relación obligatoria, la satisfacción de sus intereses en aquellos supuestos en los que existe el peligro que dicho interés sea insatisfecho (tutela preventiva) o dicho interés haya sido efectivamente insatisfecho de forma total o parcial (tutela defensiva). Estas medidas de tutela y protección del crédito se basan en la actuación individual del acreedor, esto es, no coordinada con el resto de acreedores, para conseguir la satisfacción de su crédito: tendrá más posibilidades de recuperar su crédito y ser repagado el acreedor que tenga más información o que sea más rápido y que ejercite primero sus acciones sobre el patrimonio del deudor (la garantía básica del acreedor ex art. 1.911 Cc) o activos concretos del deudor sobre los que tenga garantía (*prior in tempore potior in iure*). Desde esta perspectiva, la autotutela del crédito por el acreedor atiende, con carácter general, únicamente a su interés particular, sin atender otras consideraciones (como, por ejemplo, la optimización del patrimonio del deudor) lo que puede, a su vez, desembocar en ejecuciones desordenadas, altos costes de ejecución, destrucción de valor u otros efectos negativos. Contrariamente a lo que ocurre con la tutela defensiva del crédito que ha sido regulada en nuestro Código Civil a través de la acción de cumplimiento de obligación (art. 1.124 Cc), la ejecución forzosa en forma específica (arts. 1.096, 1.098, 1.099 Cc) o el resarcimiento por daños y perjuicios (arts. 1.124 Cc), con carácter general no existe en nuestro Código Civil una regulación de las medidas de tutela específica. Sin perjuicio de ello, estos autores consideran que, entre dichas medidas, se podrían incluir la acción subrogatoria o la acción pauliana (previstas ambas en el art. 1.111 Cc) que son concebidas como acciones de los acreedores para la tutela de su garantía, que no es otra que el patrimonio del deudor con sus bienes presentes y futuros (art. 1.911 Cc). *Vid.*, por todos, DÍEZ PICAZO, L., GULLÓN A., *Sistema de Derecho Civil*, Tecnos, Madrid, 11ª Ed., Tomo 1, vol. 2., 2016, pp. 212-225 y CASTÁN TOBEÑAS, J., *Derecho civil español, común y foral*, Reus, Madrid, Tomo 3, 17ª Ed., 2008, pp. 293-334

(5) GARCÍA POMBO, A., *Comunicación, reconocimiento y clasificación de créditos en el concurso*, Tirant Lo Blanch, Valencia, 2009, p. 25.

(6) El principio de relatividad de los contratos es aquel principio según el cual el efecto de lo pactado por las partes en el ejercicio de su autonomía de la voluntad sólo alcanza a las mismas. Este principio se encuentra sancionado desde el inicio de la regulación del con-

En supuestos de insuficiencia patrimonial del deudor cuando concurra una multitud de acreedores se planteará un problema de acción colectiva. Por ejemplo, si la insuficiencia patrimonial del deudor se trata de resolver por la vía de la refinanciación, la oposición por un único acreedor (tanto si dicha oposición es razonable como oportunista e injustificada) afectará negativamente al resto de acreedores que apoyen dicha medida de reestructuración, incluso si el deudor y la mayoría de los acreedores consideran que la reestructuración sea la mejor forma de garantizar la viabilidad de la compañía y la conservación del valor de sus créditos. Ésta es la conocida como «*tragedy of the anticommons*» que acontece cuando una mayoría de acreedores alcanzan un acuerdo, pero al necesitarse el consentimiento unánime de todos los acreedores cualquiera acreedor disidente tiene la capacidad de vetarlo⁽⁷⁾. El riesgo de crédito vendrá en estos casos configurado, no por la conducta del deudor, sino por la existencia de una pluralidad de acreedores cuyos intereses pueden ser contrarios entre ellos y afectar negativamente sus posibilidades de recobro ya que, en definitiva, la satisfacción del crédito de un acreedor puede implicar la insatisfacción e impago del crédito de otro⁽⁸⁾.

II. LA MODERACIÓN FORMAL E INFORMAL DEL RIESGO DE CRÉDITO

El riesgo del crédito es el riesgo por el cual el acreedor puede ver insatisfecho su derecho subjetivo a la restitución del importe prestado al deudor. Por lo tanto, cuanto mayor sea la probabilidad de satisfacción del crédito, menor será su riesgo, y viceversa. Los acreedores pueden revertir esta situación dotándose de instrumentos que permitan la moderación del riesgo

trato como institución del Derecho. Así ya en el Derecho Romano se recogía el aforismo «*res inter alios acta aliis nec nocere nec prodese potest*», que puede ser traducido como «lo hecho entre unos ni daña ni beneficia a los otros». Sobre esta cuestión *vid.* CASTÁN TOBEÑAS, J., *Derecho civil español...*, *op. cit.*, pp. 775-776. DÍEZ-PICAZO, L. «Eficacia e ineficacia del negocio jurídico», *ADC*, 1961, pp. 809-833, DÍEZ PICAZO, L., GULLÓN A., *Sistema...*, *op. cit.*, pp. 83-84 o CORDERO LOBATO, E., MARÍN LÓPEZ, M. J., en CARRASCO PERERA, A. (dir.), *Lecciones de Derecho Civil*, Tecnos, Madrid, 4ª Ed., 2019, pp. 108-112. Recientemente el muy interesante artículo de VIDAL VELA, D., GUTIÉRREZ-ALVIZ VELASCO, C., «El principio de relatividad de los contratos y la excepción de los contratos de refinanciación homologados», *Diario La Ley*, núm. 9690, 2020 (consultado en versión electrónica).

(7) BUCHANAN, J.M., YOON, Y.J., «Symmetric tragedies: Commons and Anticommons», *Journal of Law and Economics*, vol. 43, 2000.

(8) La protección del crédito frente a este riesgo se denomina por algunos como «tutela conflictual del crédito». *Vid.*, aunque reconociendo que es una terminología en desuso, GARRIDO, J.M., *Tratado de las preferencias de crédito*, Madrid, Civitas, 2000, p. 29.

y el consiguiente aumento del valor del crédito. Estos instrumentos son de dos tipos: informales y formales. Los instrumentos informales son proporcionados de forma espontánea por el mercado, mientras que los formales son proporcionados por el ordenamiento jurídico para facilitar las operaciones de financiación⁽⁹⁾. Cada instrumento proporcionará unos grados de protección diferentes que impactarán en el valor del crédito y determinarán la jerarquía en la que se encuentre dicho crédito dentro de la estructura de capital lo que permite a los acreedores anticipar su posición en supuestos de insuficiencia patrimonial del deudor y concurrencia de otros acreedores⁽¹⁰⁾. Estos instrumentos también permitirán minimizar los costes de agencia⁽¹¹⁾, los costes que derivan de la información asimétrica⁽¹²⁾ o los costes del control de la empresa⁽¹³⁾ mediante el control de las actuaciones del deudor a través

(9) BERMEJO al analizar esta cuestión defiende que los instrumentos informales son «valores como la honestidad del deudor, su reputación en el tráfico, el crédito o fama de solvencia de éste» mientras que los instrumentos formales son, por ejemplo, las garantías reales, las garantías personales, la compensación y aquellos otros instrumentos cuya inclusión requiere la voluntad expresa de las partes. BERMEJO GUTIÉRREZ, N., *Créditos...*, *op. cit.*, p. 36. *Vid.*, También ÁLFARO ÁGUILA-REAL, J., «Los costes de transacción», en IGLESIAS PRADA, J.L. (coord.) *Estudios jurídicos en homenaje al profesor Aurelio Menéndez*, Tomo I (Introducción y títulos-valor), Civitas, Madrid, 1996, pp. 131-162.

(10) BERMEJO GUTIÉRREZ, N., *Créditos...*, *op. cit.*, p. 37.

(11) Los costes de agencia son los costes de supervisión que derivan de la separación entre propiedad y control (accionistas y prestamistas). *Vid.*, Para JENSEN, M., MECKLING, W., «Theory of the firm: managerial behavior, agency cost and ownership structure», *Journal of Financial Economics*, vol. 3, 1979, pp. 305-360, la estructura de capital de la empresa se establece por un conjunto de contratos caracterizados por mantener una relación de agencia, donde el principal delega la autoridad en la toma de decisiones a otra persona para que desempeñe un servicio a su nombre. Ambos pretenden maximizar su propia utilidad, pero distanciados por la propiedad y el control; esto puede causar problemas de agencia que inciden sobre el valor de la empresa debido a que su solución conlleva a unos nuevos costes, conocidos como costes de agencia.

(12) No todos los agentes económicos tienen acceso a idéntica información (administradores con respecto a accionistas y los inversos internos con respecto a los externos) lo que provoca desigualdades entre ellos en cuanto a la percepción que para estos resulta del endeudamiento (alta calidad de la empresa, percepción de solvencia financiera, etc). Desde la perspectiva de los costes de información, la literatura económica ha defendido que la estructura de capital puede influir en la percepción que los agentes económicos tengan de la misma ya que, con carácter general, el endeudamiento, frente a las ampliaciones de capital que resultan en la emisión de acciones, se percibe de forma más favorable por los agentes económicos. LELAND, H., PYLE, D., «Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation», *The Journal of Finance*. vol. 32, núm. 2, 1977, pp. 371-387.

(13) STULZ, R., «Managerial control of voting rights. Financing policies and the market for corporate control». *Journal of Financial Economics*. vol. 20, 1988.

de la limitación a la libertad de disposición de sus activos y la imposición de obligaciones de información relativas al valor de su patrimonio⁽¹⁴⁾. Por supuesto, la opción por un mecanismo u otro, así como la minimización de costes y maximización de controles por la que se opte, dependerá del perfil del acreedor, su poder de negociación y querencia por el riesgo.

En relación con la anterior cuestión, la realidad del mercado demuestra cómo no todos los acreedores articulan idénticos instrumentos para moderar el riesgo de crédito, circunstancia que deriva de la distinta querencia por el riesgo que un acreedor puede tener frente a otro. El mayor riesgo del crédito se ve generalmente acompañado de una mayor rentabilidad: prima de riesgo. Es decir, los créditos deberán idealmente proporcionar unas rentabilidades acordes al nivel de riesgo que los acreedores asuman en función de los instrumentos formales e informales de protección de su crédito⁽¹⁵⁾. Este es el conocido como ajuste entre seguridad y rentabilidad que vendrá determinado por las preferencias que los acreedores manifiesten por el riesgo y su utilidad marginal: ¿cuánta utilidad representa para un acreedor invertir en unidades de riesgo? Si el rendimiento al invertir en una unidad más de riesgo decrece, el acreedor no querrá asumir más riesgo, si por el contrario el rendimiento crece al invertir en unidades de riesgo, el acreedor sí querrá asumir dicho riesgo. De esta forma se ha distinguido entre los acreedores adversos al riesgo («*risk averse*»), que son aquéllos que quieren reducir los riesgos del crédito en la mayor medida posible mediante garantías reales u otros privilegios previstos en la ley; los acreedores neutrales al riesgo («*risk neutral*») que aceptan la existencia del riesgo y no arbitran mecanismos para moderarlo; y, finalmente, los propensos al riesgo («*risk lovers*») que basan su estrategia de crédito en la existencia de dicho riesgo y la obtención de rentabilidades acordes. La aversión, neutralidad o querencia por el riesgo de un acreedor determinado dependerá también de variables intrínsecas a la parte deudora de la operación de crédito (renta inicial del deudor) o a la parte acreedora

(14) BERMEJO GUTIÉRREZ, N., *Créditos...*, *op. cit.*, pp. 37-39.

(15) No obstante, esto puede no ser siempre así y en ocasiones existen instrumentos de deuda cuya rentabilidad no es acorde a su riesgo. Por ejemplo, GAUGHAN, P.A., *Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings*, Wiley, Hoboken, 2007, pp. 355-371, al analizar la correlación entre riesgo y rentabilidad en los «*junk bonds*» o bonos basura, expone que los estudios realizados entre 1985 y 2000 demostraban que estos instrumentos de deuda no tenían el riesgo percibido por los acreedores y, por lo tanto, obtenían una retribución o prima de riesgo superior al riesgo efectivo de dichos instrumentos. En este caso, no existe una correlación entre prima de riesgo y riesgo efectivo, sino que hay un desbalance que resulta en el pago de una rentabilidad superior al nivel de riesgo asumido por el acreedor.

V. CLASES DE SUBORDINACIÓN CONTRACTUAL

No existe una única clase de subordinación, sino que la subordinación contractual es configurada por las partes en el ejercicio de su autonomía de la voluntad según sus particulares intereses y objetivos y la posición que quieran ocupar en la estructura de capital del deudor común. La subordinación contractual, por lo tanto, no puede definirse como un fenómeno uniforme, ni existe una forma típica de subordinación (salvo, si acaso, los préstamos participativos). La configuración de la subordinación contractual depende, en definitiva, de los intereses y circunstancias de las partes, con el consiguiente reflejo en su naturaleza jurídica y las implicaciones prácticas que se derivan de ello.

1. Subordinación general (o absoluta) y subordinación relativa: el beneficiario de la subordinación

El análisis jurídico de la subordinación exige determinar desde un momento inicial quién es el acreedor beneficiario. Dependiendo de quién sea este acreedor beneficiario la subordinación puede ser general o particular. En la subordinación general el acreedor consiente su subordinación con respecto a todos los demás créditos que puedan existir frente al deudor: los beneficiarios de la subordinación son todos los demás acreedores del deudor, incluyendo los acreedores futuros y, por ende, desconocidos. Esta subordinación se articula en función del pacto entre el deudor y los acreedores subordinados. Esta subordinación es típica de los empréstitos subordinados⁽⁷¹⁾, de uso habitual en sector financiero⁽⁷²⁾, y propia también de los préstamos participativos ex artículo 20 RDL 7/1996.

(71) FERNÁNDEZ DEL POZO, L., *El fortalecimiento de...*, op. cit., p. 291 y FERRÉ FALCÓN, J., *Los créditos...*, op. cit., p. 233

(72) Las entidades financieras han recurrido, entre otros instrumentos de deuda, a la emisión de instrumentos híbridos como los bonos convertibles contingentes («CoCos») o la deuda subordinada a fin de contar con recursos suficientes para cubrir sus exigencias legales de capital de acuerdo con el nuevo acuerdo de capital denominado «Basilea III» que fue introducido en la UE mediante la Directiva 2013/36/UE y el Reglamento UE 575/20131, junto con la aprobación de la nueva normativa sobre la recuperación y resolución de entidades de crédito, que ha incrementado la necesidad de las entidades financieras de contar con instrumentos que les permita dotarse de una «colchón de capital» suficiente para la absorción de pérdidas. Estos instrumentos subordinados son instrumentos híbridos de capital en el sentido de que cumplen ciertos requisitos que lo asemejan parcialmente al capital ordinario de las entidades de crédito y es computable como recursos propios de las entidades. La deuda subordinada es un instrumento de renta fija emitido con caracte-

La subordinación relativa o particular, por su parte, es aquel acuerdo de subordinación que no beneficia a todos los acreedores del deudor, sino exclusivamente a un determinado acreedor o grupo de acreedores. En los acuerdos de subordinación particular sólo participan los acreedores afectados por la subordinación (el acreedor *junior* y el acreedor *senior*). Esta clase de subordinación, por lo tanto, únicamente beneficia a un acreedor previamente determinado, en contra de lo que ocurre con la subordinación general que puede tener beneficiados desconocidos, siendo el resto de acreedores del deudor común acreedores «neutrales» en el sentido de que su relación con el acreedor beneficiario no se ve afectada por la existencia de dicho negocio, sino que son ajenos al mismo. El deudor, por su parte, no es un elemento subjetivo esencial acuerdo de subordinación relativa, aunque como hemos visto es cada vez más frecuente que el deudor sea efectivamente parte del contrato y asuma determinadas obligaciones bajo el mismo o, al menos, manifieste su conocimiento del acuerdo de subordinación y de los derechos y obligaciones que derivan de aquél para los acreedores.

La subordinación general ha sido la clase de subordinación contractual reconocida por nuestro Derecho concursal, mientras que la subordinación relativa no ha tenido cobertura en nuestro Derecho concursal hasta la incorporación en el TRLC del art. 4353 mediante la Ley 16/2022 que lo incluye no como criterio de clasificación de créditos, sino como criterio de distribución de pagos, aunque con efectos en nuestra opinión que superan por mucho la distribución de pagos como veremos en el presente trabajo.

2. La subordinación garantizada: garantías y subordinación

Los financiadores en el ejercicio de su autonomía de la voluntad (art. 1.255 Cc) superan mediante la subordinación contractual el esquema «tradicional» de garantía fijado por la regla de la responsabilidad patrimonial universal del deudor (art. 1.911 Cc) y las garantías personales y reales típicas de nuestra legislación. No obstante, nada empece para que los créditos afectados por la subordinación (tanto el crédito *senior* como el crédito subordinado) estén también garantizados por la vinculación del repago de su deuda

rísticas subordinadas al resto de emisiones de deuda puesto que el titular del instrumento tiene un rango de cobro inferior al resto de acreedores comunes. Sobre esta cuestión *vid.*, con carácter general, FUENTES, I., CASADO, J.C., «Bonos convertibles contingentes y deuda subordinada de las entidades de crédito de la UEM», *Boletín Económico - Artículos Analíticos*, Banco de España, núm. 4, 2017, pp. 1-9.

a patrimonios terceros (garantía personal) o a específicos bienes muebles o inmuebles del deudor (garantía real). Estas garantías, en lo relativo al crédito subordinado, serán perfectamente válidas: la existencia o no de garantías reales (y/o personales) en beneficio del acreedor contractualmente subordinado dependerá exclusivamente de lo que éste acuerde con el deudor común en el ejercicio de su autonomía de la voluntad, sin que el acuerdo de subordinación suponga su decaimiento. En muchos casos, las garantías a favor de los acreedores subordinados se constituirán sobre los mismos activos sobre los que recaigan las garantías en favor de los acreedores *senior*. Estas garantías podrán ser de igual rango para el acreedor *senior* y subordinado o de rango inferior para el acreedor subordinado.

La coexistencia de garantías reales y personales en beneficio del acreedor subordinado junto con un acuerdo de subordinación por el que este mismo acreedor acuerde subordinar su crédito con respecto al acreedor beneficiario supone conjugar en un mismo acreedor dos posiciones dentro de la estructura de capital que parecen *a priori* irreconciliables. Por un lado, el acreedor subordinado tendrá en la estructura de capital una posición de preferencia frente al resto de acreedores como consecuencia de su estatus de acreedor garantizado o, alternativamente, podrá dirigirse contra un patrimonio tercero. Por otro lado, en supuestos de subordinación relativa, este mismo acreedor subordinado estará subordinado en cuanto a su repago a un acreedor o grupo de acreedores determinado, pero no frente a la totalidad de los acreedores del deudor común. Si la subordinación es absoluta, en cambio, el acreedor subordinado tendrá simultáneamente ambas posiciones: preferente frente a todos los acreedores con respecto a ciertos activos y, a la vez, subordinado frente a todos los acreedores con carácter general. Mientras en supuestos de subordinación relativa la garantía del crédito subordinado tiene como objetivo proteger la recuperación del acreedor subordinado una vez el acreedor *senior* ha sido completamente repagado, en contextos de subordinación absoluta el propósito y la misma existencia de las garantías reales (no así de las personales) puede plantear más dudas y ser incluso incompatible con la propia figura de la subordinación.

Estos supuestos, sin embargo, son habituales en la práctica. Por ejemplo, la deuda *mezzanine* se encuentra generalmente garantizada y comparte garantías con los acreedores *senior*, pudiendo ser estas garantías concurrentes o de rango inferior (segundo, tercero, etc.) con respecto a la de los acreedores *senior*, o incluso los propios préstamos participativos se benefician de garantías reales dependiendo de la forma en la que la operación esté estructu-

rada. Por ejemplo, en muchos contratos de financiación se fijan mecanismos de conversión total o parcial forzosa de créditos «ordinarios» a participativos en aquellas situaciones en las que concurra un desequilibrio patrimonial como consecuencia de desinversiones o depreciación contable de los activos. Estos créditos «sobrevinidamente» participativos mantendrán, salvo en lo relativo a su carácter participativo, su régimen anterior, incluyendo el beneficio de las garantías reales y personales de las que eran titulares con carácter previo a la conversión.

Las anteriores circunstancias, en definitiva, alteran la naturaleza de la subordinación y sus efectos y plantean relevantes cuestiones en sede concursal y preconcursal en cuanto al orden de prelación de los créditos, su clasificación en clases y los mecanismos de protección de los acreedores, incluyendo la necesidad o no de cancelar las garantías otorgadas en beneficio de créditos contractualmente subordinadas en determinadas circunstancias, cuestión que analizaremos en el presente trabajo.

3. «Turn-over debt subordination», «contingent debt subordination», «pari passu agreements» y subordinación en escala: el mecanismo de subordinación

En la esfera anglosajona, la subordinación se ha estructurado tradicionalmente como la transferencia por el acreedor *junior*/subordinado al acreedor *senior*/beneficiario de todo lo que reciba en pago de su deuda *junior* («*turn-over subordination*») o configurando el crédito *junior* como un crédito cuya exigibilidad está condicionada a la previa amortización total del crédito *senior* («*contingent-debt subordination*»). En el mecanismo del *turn-over subordination*, el acreedor *junior* se obliga a entregar al acreedor *senior* todos los importes que reciba para el pago de su crédito. Así, salvo que se produzca un reconocimiento expreso por parte de la respectiva normativa concursal de la eficacia de dicho pacto en el proceso concursal o preconcursal correspondiente, el acreedor beneficiario quedará al albur del acreedor *junior* para la eficacia de dicho acuerdo por estar sujeto al cumplimiento por éste de sus obligaciones bajo el pacto de subordinación. El acreedor *senior* dependerá, en definitiva, de la proactividad del acreedor *junior* que deberá reclamar el pago o comunicar su crédito en el concurso, incluso sabiendo que cualquier recobro deberá inmediatamente ser puesto a disposición del acreedor beneficiario. Además, el acreedor *senior* tendrá una acción personal de reclamación de cantidad frente al acreedor *junior* por los importes que éste reciba del deudor común, acción de reclamación de cantidad cuyo

éxito dependerá en última instancia de la solvencia de aquél. Para resolver esta cuestión, que puede colocar al acreedor *senior* en una posición sub-óptima en supuestos de inactividad/insolvencia del acreedor *junior*, el Derecho inglés ha configurado como alternativa la figura del «*subordination trust*» en la que el acreedor *senior* tiene adicionalmente a su condición de acreedor frente al deudor común un derecho de *fiducia* (o «*trust*») sobre los derechos de crédito que correspondan al acreedor *junior* frente al deudor común. De esta forma, el acreedor *senior* recibirá directamente los cobros que correspondan al acreedor *junior* («doble dividendo» o «*double dip*»), pudiendo además el acreedor beneficiario hacer valer dicho derecho en el concurso del acreedor subordinado de modo similar a una garantía real (*in rem*)⁽⁷³⁾.

Por su parte, el mecanismo de subordinación conocido como *contingent-debt subordination* consiste en la configuración del crédito subordinado como un crédito cuya exigibilidad está condicionada a que existan fondos suficientes para el pago de los créditos *senior*/beneficiados en su totalidad, debiendo el deudor (o su administrador/liquidador) pagar primero la deuda *senior*. En el supuesto en el que se satisfaga totalmente la deuda *senior* y no haya fondos disponibles o estos no sean suficientes para repagar totalmente la deuda *junior*, no se verificará el cumplimiento de la condición de exigibilidad del crédito y el acreedor *junior* concederá *de facto* al deudor una quita por la totalidad de su deuda o por aquella parte que no haya podido ser satisfecha por insuficiencia de fondos del deudor común (pese a verificarse la condición y devenir el crédito exigible, si acaso parcialmente). De este modo, el crédito *junior* es admitido en el concurso, pero se admite como crédito profundamente subordinado o, a efectos prácticos, contingente a la previa plena satisfacción de los créditos *senior* beneficiados⁽⁷⁴⁾.

(73) WOOD, P.R, *The Law of...*, *op. cit.*, pp. 9-10 y CALLIGAR, D.M., «Purposes and uses...», *op. cit.*, p. 35. También entre nosotros GOLDENBERG SERRANO, J.L., *La subordinación voluntaria...*, *op. cit.*, p. 57.

(74) WOOD, P.R, *The Law of...*, *op. cit.*, pp. 11-12 define esta subordinación como «contingente» en el sentido de que es contingente al repago de la deuda *senior* en su totalidad cuando defiende que «the *junior* debt is contingent or conditional on the debtor being able to pay the senior debt in full. If the debtor is insolvent, the senior creditor will not be paid in full. The *junior* creditor in effect renounces his *junior* debt in that event. If the debtor would be solvent if the *junior* debt were shaved down but not wholly wiped out, then the *junior* debt is diminished accordingly». También GOLDENBERG SERRANO, J.L., *La subordinación voluntaria...*, *op. cit.*, pp. 58-59.

La diferencia entre uno y otro mecanismo de subordinación consiste, por lo tanto, en que mientras el mecanismo del *turn-over subordination* concede al acreedor *senior* el conocido como derecho al «doble dividendo» (derecho a percibir simultáneamente tanto los pagos que le correspondan como acreedor *senior* y los que le correspondan de aquéllos que perciba el acreedor *junior*) y resulta, por su parte, neutra para el resto de acreedores, el mecanismo del *contingent-debt subordination* beneficia a todos los acreedores del deudor. La primera alternativa es propia de la subordinación particular y la segunda, aunque con matices según los ordenamientos jurídicos en cuanto al elemento condicional, de la subordinación general. Veamos un ejemplo para ilustrar esta cuestión asumiendo que en sede concursal los acreedores no se benefician de garantías adicionales y se distribuyen los activos del deudor *pro rata*:

	Clase de acreedor	Importe
	Deuda senior	400
	Deuda junior	400
Activos a distribuir en el concurso: 200	Deuda Neutral	200
	TOTAL	1000

En este escenario si no aplicase un acuerdo de subordinación correspondería a cada clase de acreedores *pro rata* la mitad de su deuda, esto es:

- Deuda *senior*: 80
- Deuda *junior*: 80
- Deuda Neutral: 40

Turn-over debt subordination

En este escenario la recuperación de los acreedores se verá afectado de la siguiente forma:

— El acreedor *junior* debe entregar los 80 que recibe al acreedor *senior* al no haber sido éste completamente repagado como consecuencia de la distribución *pro rata* resultando de aplicación la cláusula de *turn-over*:

- Deuda *senior*: 160
- Deuda *junior*: 0
- Deuda neutral: 40

— Es decir, mientras que el acreedor *senior* se beneficia de un «doble dividendo», los acreedores neutrales no se benefician de esta subordi-

nación, sino que perciben exactamente la misma cantidad que aquélla que habrían percibido de no existir el acuerdo de subordinación entre el acreedor *senior* y *junior*.

Contingent-debt subordination

En este escenario la recuperación de los acreedores se verá afectada de la siguiente forma:

- Deuda *senior*: 133,33
- Deuda *junior*: 0
- Deuda neutral: 66,66

1) Como los activos son insuficientes para pagar la deuda *senior*, la deuda *junior* cuyo repago está condicionado a que existan fondos suficientes para el pago de los créditos *senior*/beneficiados en su totalidad, no se tendrá en cuenta para la distribución de los activos del deudor al considerarse como profundamente subordinado.

2) En este caso, los acreedores neutrales se benefician de la subordinación ya que ven incrementada su recuperación en un 60% (40/66,66) y, en cambio, el acreedor *senior* recibe menos al no beneficiarse del «doble dividendo» de la *turn-over subordination*.

Otro mecanismo de subordinación son los acuerdos *pari passu* («*pari passu agreements*») de los que son parte acreedores beneficiarios de una garantía real y acreedores ordinarios. En virtud de estos acuerdos los acreedores garantizados comparten el producto de la ejecución de sus garantías con los acreedores ordinarios, produciéndose así una subordinación de su posición en el sentido de que pasarán a compartir *pari passu* el producto de la ejecución con ellos, cuando de conformidad con las reglas del *prior in tempore potior in iure* tendrían preferencia sobre el mismo. Por lo tanto, en contra de lo que ocurre generalmente con los acuerdos de subordinación en los que el acreedor beneficiario tendrá preferencia sobre el acreedor subordinado, en estos casos el acreedor beneficiario acordará igualar su posición a la del acreedor ordinario y compartir proporcionalmente con éste el producto de la ejecución de sus garantías. Este tipo de acuerdo son propios, por ejemplo, de las estructuras *second lien* o de estructuras de financiación en las que sólo una clase de acreedores *senior* es el titular formal de las garantías reales pero, por el contrario, las comparte vía *turn-over* contractual con los

I. ACUERDOS DE SUBORDINACIÓN, CRISIS ECONÓMICA DEL DEUDOR COMÚN Y COSTES DE REORGANIZACIÓN

En escenarios extracontractuales existen incentivos para que el acreedor actúe de forma individual y egoísta no coordinada con el resto de acreedores para conseguir la satisfacción de su crédito: tendrá más posibilidades de recuperar su crédito y ser repagado el acreedor que tenga más información o que sea más rápido y que ejercite primero sus acciones sobre el patrimonio del deudor (la garantía básica del acreedor ex 1.911 Cc) o activos concretos del deudor sobre los que tenga garantía (*prior in tempore potior in iure*). Desde esta perspectiva, la autotutela del crédito por el acreedor atiende, con carácter general, únicamente a su interés particular, sin atender otras consideraciones, como, por ejemplo, la optimización del patrimonio del deudor. Esta circunstancia puede además desembocar en ejecuciones desordenadas, altos costes de ejecución, destrucción de valor u otros efectos negativos. Por su parte, a través del procedimiento concursal se produce la colectivización del déficit sustituyéndose las ejecuciones singulares por ejecuciones colectivas con base en el principio de la *par conditio creditorum*⁽¹⁾ que sobre imperativos de justicia material persigue evitar que el deudor pueda favorecer a unos acreedores frente a otros. Este principio de la *par conditio creditorum* ha sido concebido tradicionalmente como un principio rector⁽²⁾ de naturaleza concursal que constituye la justificación del concurso y representa una

(1) Su locución latina no deja lugar a dudas del sentido de dicho principio en cuanto a igualdad entre acreedor: *par, paris* es un adjetivo que se refiere a igualdad mientras que *conditio, conditionis* es un sustantivo que significa condición o naturaleza.

(2) DÍEZ PICAZO, L., «Créditos privilegiados en el concurso de acreedores», *La reforma del derecho de quiebra: Jornadas sobre la reforma del derecho concursal*, Civitas, Madrid, 1982, p. 294, manifiesta que «... el principio rector es la *par conditio* o la igualdad de condición de todos los acreedores. Del mismo modo que todos los ciudadanos son iguales ante la ley, todos los acreedores son iguales ante la ley del concurso. La igualdad y la ausencia de discriminación parece que son principios rectores generalmente aceptados en el Derecho moderno y perfectamente enclavados en los ideales de justicia, pues una de las grandes ideas que la justicia arrastra consigo es que todos sean tratados por igual. El

expresión de orden público que deriva de la solución idónea a la concursalidad, esto es, a la concurrencia de acreedores. Este es el denominado «paradigma redistributivo del concurso»⁽³⁾.

La *par conditio creditorum* se vincula, por consiguiente, a la responsabilidad patrimonial universal que es el instrumento que ofrece el Derecho a los acreedores para garantizar la satisfacción de sus créditos y el cumplimiento de las obligaciones por parte del deudor⁽⁴⁾. Sobre la base de estas consideraciones se entiende que el Derecho concursal garantiza que cuando el deudor esté en situación concursal, la facultad de agresión legítima de los acreedores al patrimonio del deudor se realice en condiciones de igualdad. Se garantiza así un reparto equitativo y proporcional de la garantía que constituye el patrimonio del deudor, normalmente insuficiente y limitado⁽⁵⁾. Se justifica de esta forma la *par conditio creditorum* por una doble vía: por un lado, sobre la base de la necesidad de incorporar reglas que impulsen la solidaridad de los acreedores en el reparto de un activo insuficiente (distribución proporcional); y, por otro lado, por la referencia a la igualdad como principio filosófico-jurídico⁽⁶⁾. A través de la solidaridad en el reparto se

principio de la igualdad de condición de los acreedores frente al concursado (*par conditio*) conduce a lo que de forma expresiva se llama ley del dividendo».

- (3) Vid. BERMEJO GUTIÉRREZ, N., *Créditos...*, *op. cit.*, p. 467, cuando manifiesta, aunque criticando dicho paradigma por su carácter formal y ajeno a la realidad del crédito, que sobre la base del mismo se construye desde unos planteamientos de justicia y equidad un bloque teórico de carácter homogéneo que justifica el esquema legal de realización de la responsabilidad patrimonial del deudor entre sus acreedores en escenarios de insuficiencia de recursos.
- (4) En este sentido, DÍEZ SOTO, C.M., *Concurrencia y prelación de créditos: teoría general*, Reus, Madrid, 2006, pp. 12-13 o GÓMEZ-JORDANA, I., «Concurrencia y prelación de créditos», *CDC*, núm. 12, 1993, p. 205.
- (5) En este sentido, por ejemplo, PULGAR EZQUERRA, J., *El concurso de acreedores. La declaración*, La Ley, Madrid, 2009, p. 162.
- (6) Se ha defendido también que el principio de la *par conditio creditorum* está estrechamente vinculado al principio (garantía) constitucional de la igualdad ante la ley (artículo 14 CE) y debe analizarse bajo el prisma de la justicia distributiva. Esta igualdad ante la ley tendrá por objeto garantizar una justa distribución de privilegios y cargas entre los acreedores evitando discriminaciones arbitrarias y no justificadas. Vid., GARCÍA MARTÍNEZ, R., «Principios de Derecho concursal: la igualdad de acreedores», *Diario La Ley*, núm. 3, 1984, p. 881. Se ha señalado también, por el contrario, que la *par conditio creditorum* no puede equipararse al principio superior, prejurídico y general de igualdad. ALONSO LEDESMA, C., «La reforma en materia de subordinación crediticia», *RDCP*, núm.11, 2009, pp. 72-74 al analizar la subordinación legal establecida por los antiguos artículos 92.5 y 93 LC. También GOLDENBERG SERRANO, J.L., *La subordinación voluntaria...*, *op. cit.*, p. 140.

eliminan las injusticias resultantes de los procesos de autotutela individual (ejecución individualizada) del crédito y de la aplicación del principio civil del *prior in tempore potior est iure* que ha fundamentado el derecho de tutela del crédito y privilegia al acreedor más diligente, cercano o informado, incluso en perjuicio del resto de acreedores. Es la denominada «comunidad de pérdidas» a través de la cual se quiere proteger a los acreedores de la insolvencia del deudor común⁽⁷⁾. Este concepto viene a ejemplificar que, una vez declarado el concurso, el crédito se someterá a sus reglas y se vinculará a la «comunidad de pérdidas» de forma proporcional.

No obstante, la evolución histórica del Derecho concursal y los institutos concursales nos han demostrado que este ideal de la «comunidad de pérdidas» (esto es, distribuir las pérdidas entre todos los acreedores con arreglo al principio de igualdad de trato) nunca ha llegado a ser plenamente operativo en un sentido estricto, sino que el reparto desigual entre los acreedores ha sido la norma general en la gran mayoría de las ocasiones. Este reparto desigual puede obedecer a distintas razones: en unos casos, porque los acreedores hayan dotado a sus créditos de garantías que les aseguraran una preferencia en el cobro en caso de insolvencia de su deudor; en otros casos, por dotar la Ley Concursal a determinados acreedores, en atención a la causa de su crédito, de una mejor posición jerárquica en su concurrencia con el resto de los acreedores del deudor común. Ello implica que mientras el acceso al patrimonio del deudor por los acreedores para cobrarse sus créditos (regla de responsabilidad patrimonial) beneficia a todos los acreedores en un estado de igualdad, dicho acceso, en supuestos de insuficiencia patrimonial, se verá jerarquizado en función de los caracteres propios y específicos del crédito. Estos caracteres vendrán, a su vez, determinados por lo contratado por las partes en el mercado de crédito y la asignación de mecanismos de pro-

(7) Así PULGAR EZQUERRA, J., *El concurso de acreedores...*, *op. cit.*, p. 162 aunque aclarando que es una «comunidad de pérdidas» en sentido figurado y no jurídico ya que no existe propiamente una masa de bienes sobre la que los acreedores tengan conjuntamente un derecho de propiedad que se rija conforme a una regla de igualdad proporcionalidad. También, aunque criticando este concepto, BISBAL MÉNDEZ, J., «La insoportable levedad del derecho concursal», *RDM*, núm. 214, 1994, p. 850, cuando manifiesta que la quiebra es conceptualizada como un proceso justo que resulta en una «comunidad de pérdidas» en el que el daño de la insolvencia del deudor se reparte equitativamente y se pone así freno al egoísmo del acreedor individual y las consecuencias que resultan de dicha conducta. Además, manifiesta este autor, esta «comunidad de pérdidas» supondría ignorar a través de una igualación *ex post* de los factores que influyeron en la fijación del coste del crédito concedido.

tección y rentabilidad del crédito que las partes hayan estimado oportuno en el marco de la autonomía de la voluntad para dar respuesta al riesgo de insolvencia. Los créditos son, por lo tanto, por naturaleza iguales y concurren en condiciones de igualdad de recobro, pero esta igualdad, que es natural pero no esencial, puede ser modificada por vía legal o convencional⁽⁸⁾.

El principio de igualdad de trato, por lo tanto, no elimina las diferencias esenciales entre los acreedores, sino que impone que estas diferencias, que pueden tener un origen contractual o legal, estén sometidas a un criterio de razonabilidad. Así, sobre la base de este criterio, el principio de igualdad de trato no implica tratar todo y a todos los acreedores en paridad, sino tratar por igual a lo que sea igual y de forma diferente a lo que sea razonablemente diferente, predicándose por consiguiente la igualdad no tanto desde un punto de vista de igualdad material cuanto de igualdad formal⁽⁹⁾. Por ello, el principio de paridad de trato no puede operar de forma indiscriminada pues entonces sería trato desigual y no igualitario, de carácter arbitrario ajeno a los elementos característicos de los créditos. Puede sostenerse, por lo tanto, que el alcance de este principio es necesariamente restringido y se limita a evitar que los acreedores al intentar hacer valer sus legítimos derechos de crédito perjudiquen el valor de los activos (masa pasiva) que van a asegurar el repago de sus créditos. El principio de igualdad de trato pretende lograr un adecuado equilibrio entre los distintos intereses en conflicto que permita, de una parte, favorecer el mercado del crédito reconociendo en sede concursal el valor relativo que las partes concedieron a sus créditos⁽¹⁰⁾; de otro lado, encontrar soluciones que resulten beneficiosas para el resto de los acreedores, especialmente para los «acreedores ordinarios» que constituyen la categoría por defecto de la Ley Concursal (artículo 269 TRLC) pero que acumula la generalidad de los créditos concursales.

El principio de igualdad de trato debe, por lo tanto, conceptualizarse desde el prisma de la cooperación/coordiación de los acreedores (universa-

(8) MONTES PENADÉS, V., El régimen de los créditos subordinados en la Ley Concursal, *AD-Co*, núm. 1, 2004, pp. 49-85.

(9) Por ejemplo, RAMÍREZ, J.A., *La Quiebra*, Barcelona, Bosch, 1959, p. 88 cuando, tras defender que la *par conditio creditorum* constituye el principio cardinal del proceso concursal, defiende que esta igualdad no puede consistir en tratar a todos los acreedores de idéntica forma y nivelándolos, sino que cada acreedor será protegido en pie de igualdad y correrá la suerte que le corresponda según su posición jurídica.

(10) En este mismo sentido, JACKSON, T.H., *The Logic and...op. cit.*, pp. 21-27 o PULGAR EZQUERRA, J., *El concurso de acreedores...*, *op. cit.*, p. 490.

lidad) y de la proporcionalidad en el tratamiento de los créditos (igualdad formal, no material). La coordinación entre los acreedores permitirá dar, a través del concurso de acreedores, una solución colectiva a la situación de insolvencia con el objetivo de optimizar el patrimonio del concursado, mejorar la expectativa de recobro en el concurso y dar una solución a la situación de conflicto de intereses que deriva de la autotutela de los acreedores consagrado por nuestro Derecho en los términos que veíamos anteriormente. El concurso de acreedores ofrece, por lo tanto, un campo de juego «neutral» (principio de neutralidad) en el que «compiten» todos aquellos acreedores que son titulares de obligaciones exigibles (créditos) frente al deudor y cuya participación vendrá determinada por la configuración preconcursoal de sus créditos. El proceso concursal es exclusivamente un instrumento de carácter formal al servicio de la maximización del valor de los créditos que no sitúa a todos los acreedores en una misma posición, sino que su posición vendrá determinada por la posición que tenían frente al deudor con anterioridad al proceso concursal, todo ello a través de las reglas de graduación y proporcionalidad. Esta coordinación, que no surge de forma automática o espontánea, se consigue imperativamente mediante la imposición de un proceso de coordinación (el proceso concursal) y la integración de los acreedores y sus créditos (artículo 251 TRLC) en el mismo⁽¹¹⁾.

Por su parte, la regla de reparto proporcional que opera en el marco concursal permite diluir el riesgo de insolvencia minimizando las pérdidas de los acreedores a través de la división de la pérdida entre todos ellos y sometiendo a los acreedores a la «ley del dividendo» con respecto al patrimonio del deudor que opera como garantía de pago. Esta regla de reparto proporcional, no obstante, únicamente opera en términos prácticos entre aquellos acreedores de la misma clase o condición, que presenten valores homogéneos y para los que no sea posible establecer una regla alternativa de ordenación para los mismos, operando el principio de la *par conditio creditorum*, por lo tanto, como una regla residual de reparto⁽¹²⁾. En consecuencia, el principio *par conditio creditorum* y el tratamiento proporcional de los créditos que deriva de dicho principio exige que las específicas

(11) Vid., BERMEJO GUTIÉRREZ, N., *Créditos...*, op. cit., pp. 495-496.

(12) GARRIDO, J.M., *Garantías Reales, Privilegios y Par Condicio: Un Ensayo de Análisis Funcional*, Centro de Estudios Registrales, Madrid, 1999, pp. 114-116 o con carácter general PEINADO GRACIA, J.I., «Cooperación y pillaje en el concurso», en PEINADO GRACIA, J.I., VALENZUELA GARACH, F.J. (dirs.) *Estudios de Derecho Concursal*, Marcial Pons, Madrid, 2006, pp. 13-42.

características de los créditos deban ser necesariamente tenidas en cuenta en el proceso concursal. De lo contrario, esto es, la supresión *ex post*, en virtud de dicho mismo principio *par conditio creditorum*, de las ventajas que fueron válidamente constituidas *ex ante* (relaciones jurídicas preexistentes) genera un grave perjuicio para los acreedores, en particular, y para el mercado de crédito, en general, todo ello con menoscabo a la seguridad jurídica y el acceso al crédito. Esto es especialmente relevante en los supuestos en los que las partes hayan pactado convencionalmente la graduación de sus créditos en un momento anterior al concurso de su deudor, máxime si estos pactos convencionales no tienen su reflejo en sede de rango concursal y, por lo tanto, lo pactado por las partes carece de virtualidad en los procesos de reestructuración o concursales, momento en el que precisamente deben desplegarse sus efectos⁽¹³⁾.

(13) Sobre el juego entre el principio de la *par conditio creditorum* y las relaciones jurídicas preexistentes de los acreedores, se ha defendido la conveniencia de incorporar en nuestro Derecho matices a dicho principio para evitar el menoscabo a la seguridad jurídica y el acceso al crédito que señalábamos anteriormente. Entre las soluciones disponibles se propone, acertadamente, la incorporación a nuestro Derecho de un principio similar al *Butner principle* del Derecho de insolvencia de los EE.UU. que consagre el respeto y la preservación en sede concursal de las relaciones jurídicas preexistentes y garantice, a su vez, la coherencia del sistema con la aplicación de reglas no concursales en supuestos en los que el Derecho concursal no cubra un supuesto de hecho determinado. Este principio permitiría preservar las relaciones jurídicas preexistentes y mantener la aplicación del principio de igualdad de trato (debe tratarse igual a los acreedores que se encuentran en la misma posición, garantizándose además la universalidad e igualdad) evitando los perjuicios que desde un punto de vista económico podrían resultar de una aplicación amplia del mismo. En concreto, para BAIRD, *Butner* permite diseñar un único principio de organización del sistema concursal en virtud del cual cualquier divergencia en sede concursal del resultado que resultaría de la aplicación de las reglas no concursales para un acreedor determinado deberá ser justificado y estar basado en previsiones expresas de la norma concursal. BAIRD, D.G., *Elements of bankruptcy*, Foundation Press, New York, 2006, pp. 5-6. La combinación del principio de la *par conditio creditorum* matizado por la aplicación de la regla *Butner* permitiría, a su vez, cubrir aquellas lagunas legales que puedan existir durante la tramitación del precurso o concurso y, por otro lado, dar una mayor seguridad jurídica al mercado de crédito garantizando que los acuerdos que hayan alcanzado los acreedores desplieguen plenamente sus efectos en situaciones de insuficiencia patrimonial del deudor. Sugiere esta fórmula GURREA MARTÍNEZ, A., *El Derecho concursal en España: Problemas estructurales y propuesta de reforma*, Reus, Madrid, 2018, p. 29.

I. ACUERDOS DE SUBORDINACIÓN, CRISIS ECONÓMICA DEL DEUDOR COMÚN Y COSTES DE REORGANIZACIÓN

En escenarios extracontractuales existen incentivos para que el acreedor actúe de forma individual y egoísta no coordinada con el resto de acreedores para conseguir la satisfacción de su crédito: tendrá más posibilidades de recuperar su crédito y ser repagado el acreedor que tenga más información o que sea más rápido y que ejercite primero sus acciones sobre el patrimonio del deudor (la garantía básica del acreedor ex 1.911 Cc) o activos concretos del deudor sobre los que tenga garantía (*prior in tempore potior in iure*). Desde esta perspectiva, la autotutela del crédito por el acreedor atiende, con carácter general, únicamente a su interés particular, sin atender otras consideraciones, como, por ejemplo, la optimización del patrimonio del deudor. Esta circunstancia puede además desembocar en ejecuciones desordenadas, altos costes de ejecución, destrucción de valor u otros efectos negativos. Por su parte, a través del procedimiento concursal se produce la colectivización del déficit sustituyéndose las ejecuciones singulares por ejecuciones colectivas con base en el principio de la *par conditio creditorum*⁽¹⁾ que sobre imperativos de justicia material persigue evitar que el deudor pueda favorecer a unos acreedores frente a otros. Este principio de la *par conditio creditorum* ha sido concebido tradicionalmente como un principio rector⁽²⁾ de naturaleza concursal que constituye la justificación del concurso y representa una

(1) Su locución latina no deja lugar a dudas del sentido de dicho principio en cuanto a igualdad entre acreedor: *par, paris* es un adjetivo que se refiere a igualdad mientras que *conditio, conditionis* es un sustantivo que significa condición o naturaleza.

(2) DÍEZ PICAZO, L., «Créditos privilegiados en el concurso de acreedores», *La reforma del derecho de quiebra: Jornadas sobre la reforma del derecho concursal*, Civitas, Madrid, 1982, p. 294, manifiesta que «... el principio rector es la *par conditio* o la igualdad de condición de todos los acreedores. Del mismo modo que todos los ciudadanos son iguales ante la ley, todos los acreedores son iguales ante la ley del concurso. La igualdad y la ausencia de discriminación parece que son principios rectores generalmente aceptados en el Derecho moderno y perfectamente enclavados en los ideales de justicia, pues una de las grandes ideas que la justicia arrastra consigo es que todos sean tratados por igual. El

expresión de orden público que deriva de la solución idónea a la concursalidad, esto es, a la concurrencia de acreedores. Este es el denominado «paradigma redistributivo del concurso»⁽³⁾.

La *par conditio creditorum* se vincula, por consiguiente, a la responsabilidad patrimonial universal que es el instrumento que ofrece el Derecho a los acreedores para garantizar la satisfacción de sus créditos y el cumplimiento de las obligaciones por parte del deudor⁽⁴⁾. Sobre la base de estas consideraciones se entiende que el Derecho concursal garantiza que cuando el deudor esté en situación concursal, la facultad de agresión legítima de los acreedores al patrimonio del deudor se realice en condiciones de igualdad. Se garantiza así un reparto equitativo y proporcional de la garantía que constituye el patrimonio del deudor, normalmente insuficiente y limitado⁽⁵⁾. Se justifica de esta forma la *par conditio creditorum* por una doble vía: por un lado, sobre la base de la necesidad de incorporar reglas que impulsen la solidaridad de los acreedores en el reparto de un activo insuficiente (distribución proporcional); y, por otro lado, por la referencia a la igualdad como principio filosófico-jurídico⁽⁶⁾. A través de la solidaridad en el reparto se

principio de la igualdad de condición de los acreedores frente al concursado (*par conditio*) conduce a lo que de forma expresiva se llama ley del dividendo».

- (3) Vid. BERMEJO GUTIÉRREZ, N., *Créditos...*, *op. cit.*, p. 467, cuando manifiesta, aunque criticando dicho paradigma por su carácter formal y ajeno a la realidad del crédito, que sobre la base del mismo se construye desde unos planteamientos de justicia y equidad un bloque teórico de carácter homogéneo que justifica el esquema legal de realización de la responsabilidad patrimonial del deudor entre sus acreedores en escenarios de insuficiencia de recursos.
- (4) En este sentido, DÍEZ SOTO, C.M., *Concurrencia y prelación de créditos: teoría general*, Reus, Madrid, 2006, pp. 12-13 o GÓMEZ-JORDANA, I., «Concurrencia y prelación de créditos», *CDC*, núm. 12, 1993, p. 205.
- (5) En este sentido, por ejemplo, PULGAR EZQUERRA, J., *El concurso de acreedores. La declaración*, La Ley, Madrid, 2009, p. 162.
- (6) Se ha defendido también que el principio de la *par conditio creditorum* está estrechamente vinculado al principio (garantía) constitucional de la igualdad ante la ley (artículo 14 CE) y debe analizarse bajo el prisma de la justicia distributiva. Esta igualdad ante la ley tendrá por objeto garantizar una justa distribución de privilegios y cargas entre los acreedores evitando discriminaciones arbitrarias y no justificadas. Vid., GARCÍA MARTÍNEZ, R., «Principios de Derecho concursal: la igualdad de acreedores», *Diario La Ley*, núm. 3, 1984, p. 881. Se ha señalado también, por el contrario, que la *par conditio creditorum* no puede equipararse al principio superior, prejurídico y general de igualdad. ALONSO LEDESMA, C., «La reforma en materia de subordinación crediticia», *RDCP*, núm.11, 2009, pp. 72-74 al analizar la subordinación legal establecida por los antiguos artículos 92.5 y 93 LC. También GOLDENBERG SERRANO, J.L., *La subordinación voluntaria...*, *op. cit.*, p. 140.

eliminan las injusticias resultantes de los procesos de autotutela individual (ejecución individualizada) del crédito y de la aplicación del principio civil del *prior in tempore potior est iure* que ha fundamentado el derecho de tutela del crédito y privilegia al acreedor más diligente, cercano o informado, incluso en perjuicio del resto de acreedores. Es la denominada «comunidad de pérdidas» a través de la cual se quiere proteger a los acreedores de la insolvencia del deudor común⁽⁷⁾. Este concepto viene a ejemplificar que, una vez declarado el concurso, el crédito se someterá a sus reglas y se vinculará a la «comunidad de pérdidas» de forma proporcional.

No obstante, la evolución histórica del Derecho concursal y los institutos concursales nos han demostrado que este ideal de la «comunidad de pérdidas» (esto es, distribuir las pérdidas entre todos los acreedores con arreglo al principio de igualdad de trato) nunca ha llegado a ser plenamente operativo en un sentido estricto, sino que el reparto desigual entre los acreedores ha sido la norma general en la gran mayoría de las ocasiones. Este reparto desigual puede obedecer a distintas razones: en unos casos, porque los acreedores hayan dotado a sus créditos de garantías que les aseguraran una preferencia en el cobro en caso de insolvencia de su deudor; en otros casos, por dotar la Ley Concursal a determinados acreedores, en atención a la causa de su crédito, de una mejor posición jerárquica en su concurrencia con el resto de los acreedores del deudor común. Ello implica que mientras el acceso al patrimonio del deudor por los acreedores para cobrarse sus créditos (regla de responsabilidad patrimonial) beneficia a todos los acreedores en un estado de igualdad, dicho acceso, en supuestos de insuficiencia patrimonial, se verá jerarquizado en función de los caracteres propios y específicos del crédito. Estos caracteres vendrán, a su vez, determinados por lo contratado por las partes en el mercado de crédito y la asignación de mecanismos de pro-

(7) Así PULGAR EZQUERRA, J., *El concurso de acreedores...*, *op. cit.*, p. 162 aunque aclarando que es una «comunidad de pérdidas» en sentido figurado y no jurídico ya que no existe propiamente una masa de bienes sobre la que los acreedores tengan conjuntamente un derecho de propiedad que se rija conforme a una regla de igualdad proporcionalidad. También, aunque criticando este concepto, BISBAL MÉNDEZ, J., «La insoportable levedad del derecho concursal», *RDM*, núm. 214, 1994, p. 850, cuando manifiesta que la quiebra es conceptualizada como un proceso justo que resulta en una «comunidad de pérdidas» en el que el daño de la insolvencia del deudor se reparte equitativamente y se pone así freno al egoísmo del acreedor individual y las consecuencias que resultan de dicha conducta. Además, manifiesta este autor, esta «comunidad de pérdidas» supondría ignorar a través de una igualación *ex post* de los factores que influyeron en la fijación del coste del crédito concedido.

tección y rentabilidad del crédito que las partes hayan estimado oportuno en el marco de la autonomía de la voluntad para dar respuesta al riesgo de insolvencia. Los créditos son, por lo tanto, por naturaleza iguales y concurren en condiciones de igualdad de recobro, pero esta igualdad, que es natural pero no esencial, puede ser modificada por vía legal o convencional⁽⁸⁾.

El principio de igualdad de trato, por lo tanto, no elimina las diferencias esenciales entre los acreedores, sino que impone que estas diferencias, que pueden tener un origen contractual o legal, estén sometidas a un criterio de razonabilidad. Así, sobre la base de este criterio, el principio de igualdad de trato no implica tratar todo y a todos los acreedores en paridad, sino tratar por igual a lo que sea igual y de forma diferente a lo que sea razonablemente diferente, predicándose por consiguiente la igualdad no tanto desde un punto de vista de igualdad material cuanto de igualdad formal⁽⁹⁾. Por ello, el principio de paridad de trato no puede operar de forma indiscriminada pues entonces sería trato desigual y no igualitario, de carácter arbitrario ajeno a los elementos característicos de los créditos. Puede sostenerse, por lo tanto, que el alcance de este principio es necesariamente restringido y se limita a evitar que los acreedores al intentar hacer valer sus legítimos derechos de crédito perjudiquen el valor de los activos (masa pasiva) que van a asegurar el repago de sus créditos. El principio de igualdad de trato pretende lograr un adecuado equilibrio entre los distintos intereses en conflicto que permita, de una parte, favorecer el mercado del crédito reconociendo en sede concursal el valor relativo que las partes concedieron a sus créditos⁽¹⁰⁾; de otro lado, encontrar soluciones que resulten beneficiosas para el resto de los acreedores, especialmente para los «acreedores ordinarios» que constituyen la categoría por defecto de la Ley Concursal (artículo 269 TRLC) pero que acumula la generalidad de los créditos concursales.

El principio de igualdad de trato debe, por lo tanto, conceptualizarse desde el prisma de la cooperación/coordiación de los acreedores (universa-

(8) MONTES PENADÉS, V., El régimen de los créditos subordinados en la Ley Concursal, *AD-Co*, núm. 1, 2004, pp. 49-85.

(9) Por ejemplo, RAMÍREZ, J.A., *La Quiebra*, Barcelona, Bosch, 1959, p. 88 cuando, tras defender que la *par conditio creditorum* constituye el principio cardinal del proceso concursal, defiende que esta igualdad no puede consistir en tratar a todos los acreedores de idéntica forma y nivelándolos, sino que cada acreedor será protegido en pie de igualdad y correrá la suerte que le corresponda según su posición jurídica.

(10) En este mismo sentido, JACKSON, T.H., *The Logic and...op. cit.*, pp. 21-27 o PULGAR EZQUERRA, J., *El concurso de acreedores...*, *op. cit.*, p. 490.

lidad) y de la proporcionalidad en el tratamiento de los créditos (igualdad formal, no material). La coordinación entre los acreedores permitirá dar, a través del concurso de acreedores, una solución colectiva a la situación de insolvencia con el objetivo de optimizar el patrimonio del concursado, mejorar la expectativa de recobro en el concurso y dar una solución a la situación de conflicto de intereses que deriva de la autotutela de los acreedores consagrado por nuestro Derecho en los términos que veíamos anteriormente. El concurso de acreedores ofrece, por lo tanto, un campo de juego «neutral» (principio de neutralidad) en el que «compiten» todos aquellos acreedores que son titulares de obligaciones exigibles (créditos) frente al deudor y cuya participación vendrá determinada por la configuración preconcursoal de sus créditos. El proceso concursal es exclusivamente un instrumento de carácter formal al servicio de la maximización del valor de los créditos que no sitúa a todos los acreedores en una misma posición, sino que su posición vendrá determinada por la posición que tenían frente al deudor con anterioridad al proceso concursal, todo ello a través de las reglas de graduación y proporcionalidad. Esta coordinación, que no surge de forma automática o espontánea, se consigue imperativamente mediante la imposición de un proceso de coordinación (el proceso concursal) y la integración de los acreedores y sus créditos (artículo 251 TRLC) en el mismo⁽¹¹⁾.

Por su parte, la regla de reparto proporcional que opera en el marco concursal permite diluir el riesgo de insolvencia minimizando las pérdidas de los acreedores a través de la división de la pérdida entre todos ellos y sometiendo a los acreedores a la «ley del dividendo» con respecto al patrimonio del deudor que opera como garantía de pago. Esta regla de reparto proporcional, no obstante, únicamente opera en términos prácticos entre aquellos acreedores de la misma clase o condición, que presenten valores homogéneos y para los que no sea posible establecer una regla alternativa de ordenación para los mismos, operando el principio de la *par conditio creditorum*, por lo tanto, como una regla residual de reparto⁽¹²⁾. En consecuencia, el principio *par conditio creditorum* y el tratamiento proporcional de los créditos que deriva de dicho principio exige que las específicas

(11) Vid., BERMEJO GUTIÉRREZ, N., *Créditos...*, op. cit., pp. 495-496.

(12) GARRIDO, J.M., *Garantías Reales, Privilegios y Par Condicio: Un Ensayo de Análisis Funcional*, Centro de Estudios Registrales, Madrid, 1999, pp. 114-116 o con carácter general PEINADO GRACIA, J.I., «Cooperación y pillaje en el concurso», en PEINADO GRACIA, J.I., VALENZUELA GARACH, F.J. (dirs.) *Estudios de Derecho Concursal*, Marcial Pons, Madrid, 2006, pp. 13-42.

características de los créditos deban ser necesariamente tenidas en cuenta en el proceso concursal. De lo contrario, esto es, la supresión *ex post*, en virtud de dicho mismo principio *par conditio creditorum*, de las ventajas que fueron válidamente constituidas *ex ante* (relaciones jurídicas preexistentes) genera un grave perjuicio para los acreedores, en particular, y para el mercado de crédito, en general, todo ello con menoscabo a la seguridad jurídica y el acceso al crédito. Esto es especialmente relevante en los supuestos en los que las partes hayan pactado convencionalmente la graduación de sus créditos en un momento anterior al concurso de su deudor, máxime si estos pactos convencionales no tienen su reflejo en sede de rango concursal y, por lo tanto, lo pactado por las partes carece de virtualidad en los procesos de reestructuración o concursales, momento en el que precisamente deben desplegarse sus efectos⁽¹³⁾.

(13) Sobre el juego entre el principio de la *par conditio creditorum* y las relaciones jurídicas preexistentes de los acreedores, se ha defendido la conveniencia de incorporar en nuestro Derecho matices a dicho principio para evitar el menoscabo a la seguridad jurídica y el acceso al crédito que señalábamos anteriormente. Entre las soluciones disponibles se propone, acertadamente, la incorporación a nuestro Derecho de un principio similar al *Butner principle* del Derecho de insolvencia de los EE.UU. que consagre el respeto y la preservación en sede concursal de las relaciones jurídicas preexistentes y garantice, a su vez, la coherencia del sistema con la aplicación de reglas no concursales en supuestos en los que el Derecho concursal no cubra un supuesto de hecho determinado. Este principio permitiría preservar las relaciones jurídicas preexistentes y mantener la aplicación del principio de igualdad de trato (debe tratarse igual a los acreedores que se encuentran en la misma posición, garantizándose además la universalidad e igualdad) evitando los perjuicios que desde un punto de vista económico podrían resultar de una aplicación amplia del mismo. En concreto, para BAIRD, *Butner* permite diseñar un único principio de organización del sistema concursal en virtud del cual cualquier divergencia en sede concursal del resultado que resultaría de la aplicación de las reglas no concursales para un acreedor determinado deberá ser justificado y estar basado en previsiones expresas de la norma concursal. BAIRD, D.G., *Elements of bankruptcy*, Foundation Press, New York, 2006, pp. 5-6. La combinación del principio de la *par conditio creditorum* matizado por la aplicación de la regla *Butner* permitiría, a su vez, cubrir aquellas lagunas legales que puedan existir durante la tramitación del precurso o concurso y, por otro lado, dar una mayor seguridad jurídica al mercado de crédito garantizando que los acuerdos que hayan alcanzado los acreedores desplieguen plenamente sus efectos en situaciones de insuficiencia patrimonial del deudor. Sugiere esta fórmula GURREA MARTÍNEZ, A., *El Derecho concursal en España: Problemas estructurales y propuesta de reforma*, Reus, Madrid, 2018, p. 29.

estableció que el sacrificio desproporcionado debía predicarse con respecto al acreedor o acreedores que impugnasen la homologación y no en abstracto. Para esta determinación debían, además, tenerse en cuenta todas las circunstancias concurrentes sin que fuera posible realizar un análisis individual y aislado de los motivos alegados para la impugnación del acuerdo de refinanciación homologado⁽⁶⁾. A su vez, de forma muy relevante, el art. 619.3 TRLC establecía los supuestos en los que debía entenderse que «en todo caso» concurría el sacrificio desproporcionado: el trato desigual a acreedores iguales o semejantes y la regla del mejor interés de los acreedores. Estos dos supuestos constituían presunciones *iuris et de iure* aunque no un *numerus clausus* puesto que la numeración del art. 619.3 TRLC no agotaba los supuestos posibles de sacrificio desproporcionado que debían, en todo caso, ser analizados caso por caso⁽⁷⁾.

II. LA IMPUGNACIÓN DEL PLAN DE REESTRUCTURACIÓN

1. Esquema general

El TRLC prevé la impugnación de la homologación del plan de reestructuración por los acreedores y por los socios de la sociedad deudora, concediendo dos alternativas que son excluyentes entre sí. Primero, el TRLC prevé

(6) PULGAR EZQUERRA, J., «Artículo 619. Motivos...», *op. cit.*, p. 332. *Vid.* también GARCÍA MARRERO, J., «El concepto de sacrificio desproporcionado en el TRLC», *RDCP*, núm. 33, 2020, p. 5 (consultado en versión electrónica). AZOFRA VEGAS, F., *La homologación judicial de...*, *op. cit.*, pp. 108-120 o 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.

(7) Para un análisis sistemático de estos criterios *vid.* GARCÍA MARRERO, J., «El concepto de sacrificio...», *op. cit.*, pp. 5-9. También la SJM núm. 2 de Madrid de 14 de enero de 2019 (Caso Isolux) (el sacrificio será desproporcionado cuando la continuidad del negocio de la empresa se alcanzaría igualmente sin que se produjera la extensión de efectos); SJM núm. 2 de Sevilla de 24 de octubre de 2016 y 25 de septiembre de 2017 y la SJM núm. 2 de Madrid de 14 de enero de 2019 (defendiendo todas ellas el criterio de la viabilidad empresarial), aunque en contra SJM núm. 10 de Barcelona de 29 de noviembre de 2016; o SJM núm. 2 de Bilbao de 23 de julio de 2015 y SJM núm. 2 de Sevilla de 25 de septiembre de 2017 (admitiendo el criterio de la indebida exclusión de pasivos financieros), o AJM núm. 1 de Jaén de 7 de febrero de 2012 (criterio del número de adhesiones, un mayor número de adhesiones será indicio de ausencia de perjuicio para la generalidad de los acreedores) o SJM núm. 6 de Madrid de 22 de septiembre de 2016 (criterio de la eficacia paralizadora de una ejecución singular contenida en el acuerdo colectivo puede integrar el concepto de sacrificio desproporcionado).

la impugnación de una homologación ya confirmada judicialmente, ante una instancia judicial de apelación diferente (Audiencia Provincial) a la que homologó el plan de reestructuración (Juzgado de lo Mercantil) (arts. 653 y ss. TRLC). En segundo lugar, la oposición con carácter previo a la homologación judicial, ante la instancia judicial competente a para la homologación (arts. 662 y ss. TRLC). Sin embargo, la opción por una alternativa u otra no afecta la legitimación y las causas pues tanto en una alternativa como la otra son las mismas (art. 663.2ª TRLC), aunque sí son alternativas excluyentes puesto que la sentencia que resuelve sobre la oposición o contradicción previa no es susceptible de recurso, no pudiéndose impugnar la homologación de un plan de reestructuración que haya superado la fase de oposición (art. 663.4ª TRLC).

Sobre la base del principio de intervención judicial mínima que inspiró la Ley 16/2022 (y que resulta, en todo caso, de lo previsto por la Directiva), los requisitos de los planes de reestructuración pueden revisarse *ex ante* y de oficio en la homologación y *ex post* en caso de impugnación a instancia de parte. El primero, control judicial *ex ante*, ha sido considerado con carácter general un control débil, por ser incompleta (no se verifican todos los requisitos, quedando varios de ellos sometidos únicamente a revisión judicial a instancia de parte en caso de impugnación) y no exhaustiva (como queda claro en el art. 647.1 TRLC cuando establece «salvo que de la documentación presentada se deduzca manifiestamente que no se cumplen los requisitos exigidos en la sección 1.ª de este capítulo, el juez homologará el plan de reestructuración»).

El art. 638 TRLC enuncia los requisitos verificables de oficio por el juez competente para la homologación del plan de reestructuración siendo estos los siguientes (que son también enunciados como motivo de impugnación): presupuesto objetivo del deudor, viabilidad de la empresa a corto y medio plazo para evitar el concurso, comunicación a acreedores, forma y contenido del plan, aprobación del plan por las clases de créditos de acuerdo con las reglas previstas, aprobación en su caso por el deudor, y tratamiento paritario dentro de la misma clase (sin carácter exhaustivo, arts. 654.1º, 2º, 3º, 4º, 5º; 655.2.1º; y 656.1.1º, 2º, 3º, 4º TRLC). Por su parte, la mayoría de los requisitos sustantivos del plan de reestructuración son exclusivamente verificables por el juez *ex post* y siempre a instancia de parte. Estos requisitos se basan generalmente en las reglas de equidad en la solución preconcursal, y consisten el de «sacrificio desproporcionado» en el valor de los créditos (art. 654.6º TRLC) y la regla del mejor interés de los acreedores (art. 654.7º TRLC). Concurren también como requisitos verificables *ex post* en supuestos

de planes no consensuales el límite de la percepción del valor de los créditos o *reverse rule* (art. 655.2.2º; 656.5º TRLC), el tratamiento equivalente entre clases del mismo rango (art. 655.2.3º TRLC), o la regla de prioridad absoluta (655.2.4º TRLC).

En este sentido, conviene precisar que en el sistema del TRLC, como ocurría en el de la Directiva, existen dos tipos de planes de reestructuración, los planes consensuales en los que existe un consenso o acuerdo de todas las clases afectadas y los no consensuales en los que no concurren las mayorías relevantes en todas y cada una de las clases, sino que hay clases de acreedores afectadas por el plan de reestructuración que han votado en contra de dicho plan. El encontrarnos en un tipo de plan u otro será relevante para fijar los derechos de impugnación de los planes y los *tests* a los que puedan recurrir para dicha impugnación. En este sentido, la Directiva establecía, y así ha seguido por el TRLC, una serie de *tests* necesarios para la confirmación del plan de reestructuración: la prueba del interés superior de los acreedores, la regla de la prioridad absoluta y principio de la igualdad de trato entre las clases de acreedores del mismo rango («equidad horizontal»⁽⁸⁾). El cumplimiento, o no, de estos requisitos se debe predicar en ocasiones con respecto a los acreedores individuales y, en otros casos, con respecto a toda la clase en cuestión. Nos encontramos así ante los denominados derechos individuales («*individual rights*») y los derechos de clases («*class-based rights*»); los primeros se predicar con respecto a los acreedores individuales y pueden ser ejercitados por cada uno de ellos de forma individual. Los segundos son «de clase» puesto que se necesita que la clase haya votado en contra del plan de reestructuración, pero, pese a su denominación, son también ejercitados por los acreedores individualmente y no por la clase de acreedores en su totalidad⁽⁹⁾. Por lo tanto, aquellos acreedores disidentes que formen parte de una clase en la que la mayoría de los acreedores hayan votado a favor del

(8) DÍAZ MORENO, A., «Socios, planes de reestructuración y capitalización de créditos en la Directiva (UE) 2019/1023, sobre Reestructuración e Insolvencia», en Bermejo Gutiérrez, N., Martínez Flórez, A., Recalde Castells, A., *Las reestructuraciones de las sociedades de capital en crisis*, Civitas, Cizur-Menor, 2019, p. 288.

(9) Las diferencias entre los *class-based rights* y los *individual rights* es propia del *Chapter 11* de los EE.UU. *Vid.*, BAIRD, D.G., *Elements of...*, *op. cit.*, p. 85. También, MARKELL cuando al analizar la genesis del §1129 del *Bankruptcy Code* manifiesta que fue «one of the largest compromises was the relaxation of absolute priority as an individual creditor right, re-characterizing it instead as a class right only (and thus allowing a majority of creditors to waive the benefit of the rule over the dissent of a minority)». *Vid.* MARKELL, B.A., *Owners, Auctions, and...*, *op. cit.*, pp. 88-90.

plan y sean arrastrados dentro de su clase (*internal cram-down*) no podrán invocar objeciones basadas en los *class-based rights* al estar los mismos integrados dentro de una clase aceptante. En definitiva, el voto de cada clase de acreedores determinará si una clase dispensa o retiene sus derechos de clase con relación a la manera en la que el plan distribuye el valor de la compañía reorganizada (*reorganized value*).

2. La prueba del interés superior de los acreedores

Con «la prueba del interés superior de los acreedores» la Directiva incluyó en el ámbito comunitario el «*best interest test*» del §1129(a)(7) del *Bankruptcy Code* como elemento de «contraste» para determinar la existencia o no de equidad en el sacrificio asumido individualmente por cada acreedor. Este principio sólo resulta de aplicación en relación con los acreedores disidentes (derecho individual de impugnación)⁽¹⁰⁾ y consiste, con carácter general, en que todo acreedor que no haya votado a favor del plan de reorganización debe recibir, al menos, un trato igual o mejor que aquél que recibiría en liquidación. Esta circunstancia exige comparar la situación en la que la reestructuración deja al acreedor disidente con respecto a su posición en un escenario de liquidación de verse la reestructuración frustrada (cuota hipotética de liquidación/recuperación). En la Directiva⁽¹¹⁾ este concepto se construye sobre la contraposición del valor de reestructuración del deudor y su valor de liquidación. Así, para imponer un plan de reestructuración a los acreedores disidentes, el valor de la empresa reestructurada (representado por el valor razonable de mercado que resulta de mantener a la empresa en funcionamiento) que reciba el concreto acreedor debe ser mayor al de la empresa en liquidación, ya que, de lo contrario, la reestructuración carecerá de sentido y el esfuerzo exigido a los acreedores disidentes será injusto. Es

(10) Aquellos acreedores que votaron a favor del plan de reestructuración consintiendo al mismo no podrán exigir que el principio del interés superior de los acreedores se supere con respecto a ellos. DÍAZ MORENO, A., «Socios, planes de reestructuración y capitalización de créditos...», *op. cit.*, p. 270.

(11) La Directiva define en su artículo 2.1.6) el concepto de «prueba del interés superior de los acreedores» 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».

precisamente la diferencia entre el valor de reestructuración y el valor de liquidación o, en otras palabras, el superávit que resulta de mantener al deudor como empresa en funcionamiento (*going concern surplus*)⁽¹²⁾ lo que se distribuye de forma consensual entre los acreedores (plan consensual) o de forma imperativa en supuesto de arrastre entre clases.

Los Estados miembros podían elegir (Considerando (52)) entre los valores de liquidación o el de la mejor solución alternativa si no se hubiese confirmado el plan de reestructuración. El primero consiste en el valor de liquidación gradual por partes o individual («*piecemeal liquidation*») o como empresa en funcionamiento (*going concern*), debiéndose optar por el que resulte mayor de ambos. El segundo («*next-best-alternative scenario*») se corresponderá con el escenario que probablemente se materializaría ante la falta de aprobación del plan y que no deberá ser necesariamente la liquidación. Esta alternativa, que también existe en otros países de nuestro entorno como es el caso de los *SoAs* o *restructuring plans*⁽¹³⁾, ha sido criticado por la doctrina al entender que genera una mayor incertidumbre al introducir un elemento especulativo (¿cuál es la mejor solución alternativa?, ¿o puede haber más de una alternativa razonable?) que complicará sobremanera determinar la superación o no de este *test*⁽¹⁴⁾.

(12) Lo denomina en español «prima de reestructuración» THERY MARTÍ, A., «Los marcos de reestructuración... (I)», *op. cit.*, p. 25 (consultado en versión electrónica).

(13) En este sentido, por ejemplo, el *High Court of Justice of England and Wales* rechazó un *restructuring plan* bajo el *Part 26 of 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)).

(14) TOLLENAR, N., *Pre-insolvency proceedings:...*, *op. cit.*, p. 183. Sobre este concepto también 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., 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».

En este sentido, el TRLC ha fijado la liquidación como factor comparador para evitar incertidumbres que puedan perjudicar el éxito de los procesos de reestructuración, máxime teniendo en cuenta que se exige la insolvencia actual o inminente o probabilidad de insolvencia del deudor como presupuesto objetivo de entrada en los planes de reestructuración⁽¹⁵⁾. En concreto, el TRLC establece como comparador de la posición del acreedor que se deriva del plan de reestructuración la cuota de liquidación concursal que le hubiese correspondido al impugnante, calculada para su pago a los dos años desde la formalización del plan. De esta forma, el legislador español ha establecido como alternativa la liquidación concursal y, adicionalmente, señalando el pago al respectivo acreedor en un plazo prolongado a dos años. Pese a que la liquidación de los activos implica normalmente una depreciación del valor de los activos, el legislador español parece haber optado por la alternativa basada en la liquidación ordenada (dos años podrían considerarse incluso lo que en la jerga financiera se denomina «*going concern liquidation*») y no una liquidación apresurada («*fire sale*») que generalmente supone una depreciación más profunda del valor de los activos. Sin embargo, la regla es flexible cuando se refiere a «lo que pueda razonablemente presumirse que hubiesen recibido en caso de liquidación concursal» lo que, entendemos, introduce en el TRLC un elemento de valoración vinculado al caso concreto con el objetivo de flexibilizar dicho requisito con el objetivo de facilitar el éxito de los planes de reestructuración.

En contra de lo que ocurre con los créditos con garantía real, la norma no prevé un criterio para valorar la compañía en escenario de liquidación concursal en dos años para la aplicación de la regla del mejor interés de los acreedores, lo que sin duda deriva y es consecuencia de limitar la verificación del *best interest* al control judicial *ex post* que deberá ser, en todo caso, a instancia de parte, en impugnación u oposición⁽¹⁶⁾. De este modo, el impugnante del plan de reestructuración deberá ser quien acredite por

(15) También, entre nosotros, PULGAR EZQUERRA, J., *Preconcuralidad y...*, *op. cit.*, pp. 778-779 quien considera que la «mejor solución alternativa si no se hubiese confirmado un plan de reestructuración» introduciría «un cuestionable marco de inseguridad jurídica sobre cuál sería el mejor escenario alternativo al de la liquidación y cuota de liquidación, con el consiguiente riesgo de litigiosidad en torno a esta cuestión, por lo que en principio parece conveniente no optar en la transposición de la Directiva UE 2019/1023 a nuestro derecho por esta posibilidad de contemplar un escenario alternativo al de la liquidación».

(16) Por el contrario, debemos señalar, que si se exige informe del experto en reestructuraciones sobre el valor de la empresa en funcionamiento para la homologación de un plan no consensual aprobado por una clase de créditos dentro del dinero (art. 639.2º TRLC)



La Ley 16/2022 de Reforma Concursal incluye por primera vez en nuestro Derecho concursal una regulación, si acaso parcial, de la subordinación relativa. En concreto, el art. 435.3 TRLC prevé que, siempre que no causen perjuicio a un tercero y formen parte de ellos el deudor, los pactos de subordinación relativa entre acreedores serán reconocidos en el concurso y serán ejecutables dentro del mismo, realizando la administración concursal los pagos conforme a lo previsto por las partes. Por lo tanto, el TRLC pasa a reconocer la subordinación relativa en el contexto del concurso de acreedores, aunque opta por realizar dicho reconocimiento no en sede de clasificación de los créditos concursales sino en el marco de las reglas relativas al pago de los créditos subordinados en liquidación concursal. No existe tal previsión, no obstante, en el Libro II, lo que plantea ciertas dudas interpretativas sobre el alcance del reconocimiento de dichos pactos de subordinación relativa en contextos de planes de reestructuración.

Este libro analiza el régimen jurídico de la subordinación en los procesos de reestructuración de empresas, abordando el actual régimen de la subordinación contractual en el Derecho español, con referencias al Derecho comparado; la clasificación de los créditos contractualmente subordinados; los derechos de voto de los acreedores subordinados y los mecanismos de protección adicional de los acreedores senior en forma de *bankruptcy waivers* y su admisibilidad en Derecho español; el régimen de la homologación del plan de reestructuración y su impacto en la subordinación contractual; la financiación de dinero nuevo y su relación con la subordinación particular; y la particular problemática de la financiación interna en los marcos de reestructuración desde la posición de la deuda subordinada interna.



ER-0280/2005

GA-200501103