

**SOCIOS Y FINANCIACIÓN EN TIEMPOS DE CRISIS COVID-19 Y
TRANSPOSICIÓN DE LA DIRECTIVA DE REESTRUCTURACIÓN
TEMPRANA: UNA PROPUESTA DE RÉGIMEN JURÍDICO**

IGNACIO BUIL ALDANA

Abogado y Socio de Cuatrecasas

Revistas@iustel.com

*Revista General de Insolvencias & Reestructuraciones / Journal of Insolvency &
Restructuring 1 / 2021*

RESUMEN: El presente artículo realiza, en el marco de la legislación de emergencia COVID-19 y la inminente transposición de la Directiva de Reestructuración Temprana, una propuesta de régimen jurídico de la financiación del socio en los procesos de reestructuración. Para ello, analizamos la importancia del acceso a nueva financiación por el deudor en crisis, así como la función de la financiación del socio en la estructura de capital tanto desde una perspectiva legal como práctica.

PALABRAS CLAVE: socio, financiación nueva, clases de acreedores, regla de la prioridad absoluta, privilegio de dinero nuevo.

**SHAREHOLDERS AND FINANCING IN TIMES OF COVID-19 CRISIS AND
TRANSPOSITION OF THE EARLY RESTRUCTURING DIRECTIVE: A
PROPOSAL FOR A LEGAL REGIME**

ABSTRACT: This article, in the context of the COVID-19 emergency legislation and the imminent implementation of the Early Restructuring Directive, makes a proposal for a legal regime applicable to shareholder financings in the context of a restructuring process. For this purpose we analyze the importance of the access to new financing by the distressed debtor, as well as the role of shareholder financings in the capital structure from both a legal and practical perspective.

KEYWORDS: shareholder, new financing, class of creditors, absolute priority rule, new money privilege.

TABLA DE CONTENIDO

I. ESTRUCTURA DE CAPITAL Y NUEVA FINANCIACIÓN.....	130
1. Deudor en crisis y acceso a nueva financiación	130
2. Las financiaciones de rescate “defensivas” y “ofensivas”	135
II. LA FINANCIACIÓN DEL SOCIO (“SHAREHOLDER LOANS”).....	137
1. Los socios como financiadores ajenos de la sociedad: consideraciones prácticas	137
2. Infracapitalización nominal, reclasificación y subordinación legal	139
3. Régimen jurídico de la financiación del socio	143
3.1. La convivencia de la subordinación legal y la subordinación contractual	143
3.2. La financiación de los socios en contextos de crisis de la compañía: entre el régimen concursal y las leyes de emergencia.....	144
III. UNA PROPUESTA DE RÉGIMEN JURÍDICO DE LA FINANCIACIÓN DEL SOCIO EN LOS PROCESOS DE REESTRUCTURACIÓN: CRISIS COVID-19 Y TRANSPOSICIÓN DE LA DIRECTIVA DE REESTRUCTURACIÓN TEMPRANA	148
1. El régimen de la financiación del socio otorgada en el marco de la excepción COVID-19 y su futuro tratamiento bajo el régimen de la Directiva de Reestructuración Temprana	150
2. El régimen de la financiación del socio cuando sea parte “afectada” bajo el plan de reestructuración	153
2.1. Regla general	153
2.2. Reglas especiales	157
3. Subordinación, accionistas y el privilegio del dinero nuevo	159
IV. CONCLUSIÓN	161
V. BIBLIOGRAFÍA	162

I. ESTRUCTURA DE CAPITAL Y NUEVA FINANCIACIÓN

1. Deudor en crisis y acceso a nueva financiación

El deudor configura su estructura de capital¹ en virtud de un régimen de prelación que ordena la posición de sus acreedores y accionistas. Este régimen de prelación se

¹ La financiación propia y la ajena integran la estructura de capital (“*capital structure*”) de las compañías: concepto anglo-americano que la doctrina económica define como la financiación permanente de la compañía representada por la deuda a largo plazo, el capital y el patrimonio. La estructura de capital se compone, por lo tanto, de todos los recursos de capital a largo plazo empleados en un proyecto empresarial, incluyendo préstamos bancarios, obligaciones, reservas de capital y acciones. En términos contables la

instrumenta por la vía contractual, estructural o por el otorgamiento de garantías a favor de unos acreedores determinados: los acreedores tendrán preferencia sobre los accionistas, los acreedores garantizados sobre los no garantizados, los acreedores *senior* en virtud de un acuerdo de subordinación sobre los *junior*, los acreedores de la sociedad operativas sobre los de la empresa matriz (*holdco*), los acreedores con financiación de plazo más corto sobre los de plazo más largo y así un largo etcétera.

La capacidad del deudor de acceder a nueva financiación está condicionada, por su parte, a la valoración que hace el financiador de la estructura de capital de su deudor, su composición y características. El acceso a la liquidez también estará condicionado por los mecanismos contractuales de limitación del endeudamiento (ratios de endeudamiento o *covenants* negativos u obligaciones de no hacer) que los financiadores preexistentes hayan incluido en sus respectivas financiaciones para hacer frente a los problemas de agencia que derivan de la relación deudor/acreedor. Por lo tanto, la capacidad del deudor de acceder a recursos financieros para financiar su operativa e iniciar nuevos proyectos de inversión dependerá de la configuración de su estructura de capital y de las limitaciones que puedan resultar de los términos y condiciones de la deuda existente. En definitiva, la deuda existente, sobre todo aquella garantizada por activos específicos del deudor, constituye un mecanismo efectivo de control para el acceso a nueva liquidez por parte de la compañía. Esta circunstancia, como bien ha señalado la doctrina estadounidense², puede ser positiva o negativa dependiendo de las variables contextuales

estructura de capital será el patrimonio y el pasivo no corriente. El concepto de estructura de capital y su alcance adquiere una gran relevancia en el contexto de implementación de la Directiva de Reestructuración Temprana puesto que fija la estructura de capital como elemento central de la “reestructuración” (art. 2.1(1)). El uso por la Directiva de Reestructuración Temprana del concepto de estructura de capital hace referencia a accionistas y financiadores del capital fijo y deja fuera a los financiadores del capital circulante. Esto supone una adecuación de la realidad legal a la realidad económica en la que los acreedores que financian el pasivo no corriente de la compañía tienen una posición en la compañía más similar los accionistas que al capital circulante u operativo. Mientras que los acreedores financieros que financian el capital fijo de la compañía asumirán en procesos de crisis empresarial del deudor una posición más similar a la del accionista (inversión a largo con un riesgo de crédito y rentabilidad acorde a dicha circunstancia) los acreedores de la estructura operativa realizan una inversión a corto plazo, en muchos casos espontánea, en ningún modo asimilable a aquella y con riesgo y rentabilidades distintas. Sobre este concepto *vid.* ROSS, S.A., et al., *Corporate Finance*, 2ª Edición, New York, McGraw-Hill, 2002, o BERK, J. et al, *Fundamentals of corporate finance*, 2ª Edición, Boston, Prentice Hall, 2012. La estructura de capital integra la estructura financiera de la compañía junto con la estructura operativa que viene conformada por los financiadores del capital circulante de la sociedad (operativa diaria) como proveedores de bienes y servicios, proveedores de circulante, trabajadores y autoridades públicas (el pasivo corriente).

² Sobre esta cuestión sigo la argumentación de TRIANTIS, G.G. (2017), “Debtor-in-possession financing”, en ADLER, B. (dir.), *Research handbook on Corporate Bankruptcy law*, Edward Elgar, Nueva York, p. 8 (consultado electrónicamente).

en las que se encuentre la compañía: el acceso a la liquidez no es necesariamente bueno, no puede afirmarse con carácter absoluto su bondad. Por ejemplo, para una compañía con oportunidades de inversión la liquidez es buena si permite el desarrollo de proyectos generadores de flujos de caja positivo (“*cash flow positive projects*”); por el contrario, si la compañía no tiene ante sí oportunidades de inversión rentables, la liquidez concede a los administradores de la sociedad una indeseable holgura financiera (“*financial slack*”) para promover su propio interés en lugar de maximizar el valor de la empresa: problemática de la sobre-inversión u “*over-investment*”³.

La deuda es, desde este punto de vista, un elemento disuasorio para el desarrollo de proyectos no rentables, aunque puede también impedir el desarrollo de proyectos rentables y fomentar la infra-inversión y conductas “*free rider*”⁴ de los acreedores preexistentes. Para evitar las indeseables consecuencias de uno escenario u otro, las compañías deben configurar estructuras de capital con un régimen ideal de prelación que les permita acceder a liquidez sólo cuando esta liquidez sea necesaria para realizar inversiones óptimas para la compañía.

Este régimen ideal o teórico impacta no obstante contra una realidad del mercado en la que son muchas las compañías que tienen estructuras de capital sub-óptimas⁵. Esta situación se ve agravada en supuestos de crisis. En estos casos no sólo se producirá la inmediata restricción del crédito bancario y la desaparición de la denominada financiación espontánea prestada por los proveedores de la compañía, sino que la

³ Esta problemática conecta con la constatación de que el dinero nuevo no es *per se* positivo, sino que puede resultar ineficiente si fomenta inversiones no rentables (con valor neto presente negativo) y permite la continuación de operativas no viables. Como veíamos el deudor (y sus administradores y accionistas) podrán tener un interés en aumentar las inversiones en proyectos de alto riesgo sobre la base de que únicamente si las mismas resultan en importantes beneficios podrán obtener algún retorno mientras que los riesgos derivados del proyecto fallido serán siempre asumidos por los acreedores. La sobreinversión en proyectos de riesgo beneficia a los accionistas, administradores y acreedores “out of the money” que serán quienes ganen si el proyecto es exitoso, pero sólo compromete la recuperación de los acreedores “in the money” que son quienes asumen el riesgo del proyecto TRIANTIS, G.G. (2017), p. 4.

⁴ La infra-inversión (o *underinvestment* en inglés) es como veíamos el fenómeno que se da en aquellos supuestos de crisis empresarial en los que una compañía no puede obtener fuentes de financiación que le permitan realizar inversiones al no estar sus acreedores dispuestos a proporcionárselos, prefiriendo estos permanecer inactivos esperando beneficiarse de la financiación que pueda proporcionar un tercero (beneficio del *free ride*). Esta circunstancia resulta en la destrucción de valor empresarial. Sobre esta cuestión vid. MYERS, S.C., MAJLUF, N.S. (1984), “Corporate Financing and Investment Decisions: When firms have information the investors do not have”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 13, Núm.2, pp. 187-221, o SCHWARTZ, S.L. (1997), *The easy case for the priority of secured claims in bankruptcy*, *Duke Law Journal*, Vol. 47, Núm. 3, pp. 425-489.

⁵ Con carácter general sobre análisis de la combinación ideal de recursos propios y ajenos en la estructura de capital, *vid.*, por todos, HALEY, C. y SCHALL, L., *The Theory of Financial Decision*, McGraw Hill, New York, 1979

compañía también se verá afectada por la problemática de la infra-inversión que describíamos antes y el conocido como “*debt overhang*” que resulta de no poder ofrecer activos libres en garantía de nueva financiación⁶. El “dinero nuevo” o “*fresh money*”, por lo tanto, es un elemento central de toda operación de reestructuración y refinanciación de deuda, así como también de un proceso concursal. La incentivación del acceso al “dinero nuevo” permite al deudor garantizar su viabilidad y asegurar el éxito de su proceso de reestructuración y/o concursal. Pero no es el “dinero nuevo” como veíamos un bien absoluto, sino que deberá tener como fundamental finalidad la preservación del valor del deudor con el fin de maximizar la recuperación de los acreedores⁷ ya sea a través de la reestructuración del deudor, su venta o ambos. Este “dinero nuevo”, *sensu contrario*, sólo tendrá sentido cuando su finalidad sea precisamente dotar al deudor de aquellos recursos necesarios para maximizar su valor y garantizar una mejor recuperación de los acreedores. De lo contrario, su uso por el deudor podrá ser ineficiente sin que esté en este caso justificado el otorgamiento de un privilegio por el ordenamiento jurídico lo que conecta con problemática de la sobreinversión u “*over-investment*” que no debe ser protegida por el ordenamiento jurídico.

⁶ El concepto de “*debt overhang*” se puede definir como aquella circunstancia que acontece cuando un deudor no puede acceder a liquidez para financiar proyectos rentables y con bajo riesgo financiero porque los beneficios de dicho proyecto serán absorbidos por aquellos acreedores que ya se encuentren en la estructura de capital y, por lo tanto, los créditos que derivan de la inyección de dinero nuevo no pueden ser satisfechos con el retorno que ofrecen los activos del deudor. Normalmente, el deudor habrá dado casi todos sus activos en garantía y llegará a la situación de pre-concurso o concurso sin activos libres que dar en garantía, lo que sin duda afecta su capacidad de acceder a nueva liquidez en esas circunstancias. Vid. MYERS, S.C. (1977), “The Determinants of Corporate Borrowing”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 5, Núm. 3, pp. 147-175, y TRIANTIS, G.G. (2017), p. 7. También en la doctrina española VAQUERIZO, A. (2019), “La protección de los créditos derivados de la financiación nueva (“fresh money”) en las reestructuraciones preconcursales”, BERMEJO GUTIÉRREZ, N., MARTÍNEZ FLOREZ, A. y RECALDE CASTELLS, A., *Las reestructuraciones de las sociedades de capital en crisis*, Civitas, Cizur-Menor, p. 465.

⁷ Nos referimos a los acreedores preexistentes ya que creemos debe ser la figura básica de protección de este privilegio, pero no podemos obviar que a través de la reestructuración se persigue tanto la protección de los derechos de crédito de los acreedores como de otros grupos de interés o “*stakeholders*” - trabajadores, inversores, accionistas o clientes - en línea con el sesgo conservativo que han ido adoptando en las últimas décadas las normativas concursales, conectando a su vez con la denominada “función social de la empresa”. Por ejemplo, PULGAR EZQUERRA, J. (2017), *Preconcursalidad y reestructuración empresarial*, Madrid, Wolters Kluwer, considera que esta “función social de la empresa” sobre todo aflora en aquellos supuestos en los que la sociedad en dificultades económicas reviste grandes dimensiones o tiene relevancia sistémica. Esto también con la actual discusión que existe en relación con cuál debe ser la extensión y límites del privilegio del dinero nuevo sobre todo en su relación con otros intereses, sobre todo de los trabajadores que fue objeto de particular atención durante la tramitación parlamentaria de la reforma introducida por la Ley 38/2011. También PULGAR EZQUERRA, J. (2021), “Financiación preconcursal interna de empresas en reestructuración: régimen vigente y normas temporales COVID-19”, *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal*, núm. 34, p. 64.

La finalidad del privilegio dinero nuevo deberá ser, en definitiva, facilitar al deudor la liquidez necesaria para continuar con su operativa y preservar su valor en función de la solución de la que se doten el deudor y sus acreedores para responder a la crisis empresarial. Este privilegio, que va en línea con otras medidas de estabilización de la operativa del deudor como son la paralización de ejecuciones de garantías reales (arts. 145 y ss TRLC) o la vigencia de los contratos con obligaciones recíprocas en supuestos de declaración de concurso (art. 156 TRLC), no va encaminado exclusivamente a beneficiar al deudor sino que deberá beneficiar a los acreedores y facilitar la maximización de su recuperación en el proceso preconcursal o concursal: en un momento de crisis del deudor en el que los accionistas están generalmente “out of the money” y no tienen interés económico en el deudor, la falta de liquidez y la problemática de “infra-inversión” y “*debt overhang*” perjudica a los acreedores pues son ellos los que padecen el deterioro de sus créditos como consecuencia de la destrucción de valor empresarial que sufren las compañías en contextos de crisis. Por otro lado, y como reverso de la misma moneda, también será los acreedores quienes como dueños económicos de las compañías se vean más perjudicados por un uso ineficiente de la financiación (“*over-investment*”).

El privilegio del dinero nuevo trata de revertir esta situación a través de un doble mecanismo de autorización y privilegio. Por un lado, este mecanismo debe ofrecer los incentivos necesarios para facilitar el acceso a liquidez para que las compañías continúen su desempeño empresarial y, por otro lado, debe tener mecanismos de control en favor de los acreedores que sean adecuados para garantizar la idoneidad y eficiencia de la nueva financiación. Este control consistirá en verificar el beneficio que representa la nueva financiación para la compañía que deberá ser medida en función de generación o preservación de valor para los acreedores preexistentes como contraposición a los efectos que para los créditos de dichos acreedores preexistentes tendría la no obtención de dicha financiación. Esta financiación deberá estar sujeta a mecanismos de control distintos dependiendo del momento en el que se conceda: mientras que en sede extraconcursal los mecanismos de control son generalmente contractuales y se rigen por la autonomía de la voluntad (limitación del endeudamiento en la forma de ratios de endeudamiento o *covenants* negativos u obligaciones de no hacer); en sede judicial (preconcursal o concursal) estos controles deberán ser necesariamente extracontractuales para dar así

respuesta al problema del “*debt overhang*” pero sin fomentar ni permitir la sobreinversión por el deudor y sus administradores.

2. Las financiaciones de rescate “defensivas” y “ofensivas”

Existen distintos tipos de financiación de dinero nuevo en contextos de crisis empresarial. Con carácter general, utilizando la terminología de la práctica financiera de los EE.UU, existe la financiación de dinero nuevo defensiva y ofensiva⁸. Por financiación defensiva nos referimos a aquella financiación concedida por financiadores que tenían una relación previa con la compañía y que son parte de la estructura de capital del deudor. Las financiaciones ofensivas, por su lado, se refieren a aquellas financiaciones otorgadas por financiadores que no tienen una relación previa con la compañía ni son parte de su estructura de capital.

En las financiaciones defensivas el financiador al otorgar la financiación protege su posición acreedora mediante la obtención de un cierto control en el proceso de refinanciación o concursal incrementando su preminencia en la estructura de capital⁹. Adicionalmente, esta financiación supondrá una inyección de liquidez que, en principio, garantizará que el deudor permanezca como empresa en funcionamiento y maximizará las posibilidades de recuperación del acreedor preexistente. Esta financiación permite, en la mayoría de los casos, la venta de ciertos activos o ramas de actividad del deudor como empresa en funcionamiento o la efectiva reorganización del deudor. Esta circunstancia incidirá con carácter general en la capacidad del deudor de ofrecer a sus acreedores unos

⁸ Sobre financiación de dinero nuevo defensiva u ofensiva vid., con carácter general, SKEEL, JR., D. A., “The Past, Present and Future of Debtor-in-possession financing”, *Cardozo Law Review*, Vol. 25, 2004, pp. 1905-1934. También, ZUMBRO, PAUL H. (2016), “DIP and Exit Financing Trends and Strategies in a Changing Marketplace”, en AA.VV., *Debtor-in-Possession Financing and Exit Financing*, Thomson Reuters/Aspatore Books, Nueva York, pp. 7-8 (revisado en versión electrónica). A su vez, he tratado esta cuestión en BUIL ALDANA, I., “La financiación de empresas en situación concursal: una visión española basada en el debtor-in-possession financing del sistema norteamericano de insolvencias”, *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal*, núm. 14, 2011, pp. 386-387.

⁹ Este control se podrá ejercer a través de los numerosos covenants (u obligaciones) que se incluyen en los contratos de financiación de dinero nuevo. Entre estos covenants se incluyen obligaciones de proporcionar información acerca de las operaciones y situación financiera del deudor mucho más estrictas de las que se imponen en un contrato de financiación “ordinario”. Además, en muchas ocasiones, a través de la financiación de dinero el financiador impondrá el cumplimiento de otros requerimientos específicos como son cumplir con un presupuesto operativo determinado o mantener unos niveles determinados de tesorería o liquidez o, incluso, la obligación de realizar ciertas actuaciones en el seno del concurso dentro del plazo previsto en el contrato de financiación (por ejemplo, límite máximo temporal para presentar un plan de reorganización, obligación de vender ciertos activos si ocurren determinados hitos en el procedimiento, etc.).

índices de recuperación de sus créditos mucho más elevados, redundando en beneficio del financiador, máxime si consideramos que estos financiadores se encuentran generalmente en la cúspide de la estructura de capital del deudor o verán su posición mejorada con el acceso a nuevas garantías. Los accionistas serán también candidatos para ofrecer este tipo de financiación defensiva y proteger así su posición en la estructura de capital: con la nueva liquidez se garantiza la supervivencia del deudor como empresa en funcionamiento y se evita su reorganización o liquidación que podrá suponer la pérdida del socio de la propiedad de la compañía en beneficio de sus acreedores.

Las financiaciones ofensivas, por su parte, son aquellas financiaciones otorgadas por financiadores sin relación previa con la compañía ni posición en su estructura de capital. Lejos de proteger su previa exposición al deudor, los objetivos del financiador son estrictamente financieros (“*loan-oriented*”) o de control (“*loan-to-own*”). En la primera, el acreedor conjuga una rentabilidad alta (los intereses y comisiones asociados a esta tipo de financiaciones son superiores a los que se ofrecen en un escenario extraconcursal “ordinario”), un rango prioritario de su crédito modulado según el régimen jurídico que le resulte aplicable pero que generalmente tendrá prioridad en el pago frente a cualquier otro crédito¹⁰. En la segunda el acreedor tiene como objetivo de tomar el control de la concursada una vez se complete el proceso de reestructuración. Esta estrategia *loan-to-own* consiste en la inyección de capital con la intención de convertir dicho crédito/préstamo en un porcentaje de control en el capital social de la compañía una vez concluya la reorganización del deudor. Este tipo de financiación es normalmente concedida por hedge funds, fondos de capital riesgo o fondos distressed¹¹ en procesos de rescate o *distressed M&A*.

¹⁰ Esta prioridad normalmente se articulará a través de un acuerdo entre acreedores, en el que se incluyan las conocidas como “*turn-over provisions*” en virtud de las cuales se pactará un régimen de entrega a favor de los acreedores del dinero nuevo de las cantidades satisfechas por el deudor a los restantes acreedores como pago de sus deudas. Otra fórmula será conceder garantías sobre activos libres de cargas, circunstancia que no siempre acontece en la práctica por carecer el deudor de activos libres de cargas.

¹¹ La estrategia “*loan-to-own*” creció particularmente con posterioridad a la crisis financiera de 2008-2009. Según estudios realizados en los EE.UU. de los 74 concursos de empresas participadas por fondos de private equity, un 58% recibieron financiación DIP (o *debtor-in-possession financing*), y en un 53% de estos casos, los financiadores DIP acabaron siendo dueños de su deudor o compradores de sus activos. También en el análisis de los conocidos como “*large bankruptcy cases*” entre el 2000 y el 2013 en el que el deudor fue adquirido por un fondo, dicho adquirente era en el 53% de los casos un participante pre-existente en la estructura de capital y en el 19% de los casos un financiador DIP. *Vid.*, HARNER, M. M. (2014), “Activist investors, distressed companies and value uncertainty”, *American Bankruptcy Institute Law Review*, Vol. 167.

En la práctica normalmente esta diferenciación no es tan acentuada y nos encontramos ante financiaciones (tanto defensivas como ofensivas) que combinan ambos elementos *loan-oriented* y *loan-to-own* con el objetivo de proteger al acreedor y concederle opcionalidad (también al deudor) en la gestión de su crédito: si la compañía tras la inyección de dinero nuevo recupera su viabilidad y desarrolla con éxito su plan de negocio/viabilidad, el acreedor se verá beneficiado por los rendimientos económicos de su financiación; si por el contrario el desempeño de la compañía es deficiente el acreedor tendrá la capacidad de tomar el control mediante la ejecución de las garantías o mediante el ejercicio de mecanismos contractuales de conversión de su deuda en acciones (conversión contractual, opciones de compra, etc.).

II. La financiación del socio (“*shareholder loans*”)¹²

1. Los socios como financiadores ajenos de la sociedad: consideraciones prácticas

Los socios de la sociedad deudora aportarán en primera instancia financiación propia a la sociedad en forma de aportaciones al capital social, pero nada impiden que durante la vida de la compañía puedan aportar financiación ajena a la sociedad, ocupando así una posición dual en la estructura de capital teniendo la doble condición de socio y acreedor. Los socios, en definitiva, son libres para financiar la sociedad con recursos propios o ajenos, pudiendo decidir entre aportar capital social o capital de crédito a través de préstamos u otras operaciones económicamente equivalentes¹³.

Esta deuda ajena se comportará generalmente como capital, absorbiendo primero las pérdidas de la empresa (“*first tranche loss*”), aumentando la capacidad de endeudamiento de la compañía (“*borrowing capacity*”) y cumpliendo, en definitiva, la función de garantía de la deuda *senior*¹⁴. Esta deuda tiene, con carácter general, una subordinación “radical” en el sentido de que no recibe pago de principal ni intereses (salvo en condiciones muy restringidas) hasta la completa satisfacción de la deuda *senior* (normalmente toda la

¹² Cuando en este trabajo hagamos referencia a la financiación del socio nos referimos a la financiación del socio persona especialmente relacionada que ve su crédito subordinado en sede concursal con el resto de consecuencias que prevé nuestra normativa concursal para los créditos de estas personas y que se expondrán en el presente trabajo.

¹³ PÉREZ MILLÁN, D. (2013), “La subordinación de créditos y los pactos de socios”, *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal*, nº 18, p. 1 (revisado en versión electrónica).

¹⁴ NAVARRO FRIAS, I (2016), *El contrato entre acreedores*, Thomson Reuters Civitas, Cizur Menor, p. 119.

demás deuda del deudor, al menos financiera), desplegando esta subordinación sus efectos tanto en sede concursal como extraconcursal. Con esta subordinación completa y radical (total) se limita cualquier desviación de fondos a los socios (“*leakage*”) para el pago de su deuda *junior* (tanto de principal como de intereses) para no perjudicar la posición acreedora y probabilidades de recuperación de su crédito por los acreedores *senior*¹⁵ y potenciar la función de capital que normalmente se atribuye a la deuda del socio en la estructura de capital.

Esta situación, que podría ser definida como la tradicional u ordinaria, se está sin embargo viendo afectada por la proliferación de las conocidas en la jerga financiera anglosajona como “*Facility D*” o Tramo D: financiaciones en las que los socios a través de un contrato de financiación separado e independiente al contrato de financiación *senior* o, en ocasiones, dentro del mismo contrato de financiación como un nuevo tramo, disfrutan de un rango “*pari passu*” al de la deuda *senior* (titularidad de acreedores terceros no *insiders*) en virtud del cual el principal e intereses de dicha financiación se satisface en condiciones de igualdad con la deuda *senior* (incluso beneficiándose de las mismas garantías personales y reales), salvo en escenarios de ejecución de garantías o incumplimiento de la financiación *senior* (*event of default*) en la que pasará a tener un rango inferior a dicha deuda *senior*. En estos casos, la financiación del socio no cumplirá una función de capital (la subordinación es incompleta) sino que se comportará de forma similar a otros tipos de financiación híbrida o *mezzanine*, disfrutando incluso de una retribución similar. En todos estos casos, los acreedores *senior* exigen la subordinación contractual de la deuda del socio, con independencia del régimen que la misma tuviera eventualmente en un contexto concursal. Esta deuda es, por lo tanto, siempre contractualmente subordinada, ya sea en su dimensión completa y total (financiación de socio *tradicional*) o incompleta y parcial (financiación Tramo D).

¹⁵ Esto conecta con el hecho de que en numerosas financiaciones se incluyen obligaciones consistentes en la ausencia de reparto de dividendos a los accionistas cuyo objetivo en la práctica financiera es fortalecer la posición de los acreedores. Estas obligaciones se ven acompañadas, adicionalmente, de limitaciones adicionales para los socios como son la configuración del reparto de dividendos como un supuesto de vencimiento anticipado de la financiación, y la suscripción de pactos de socios o de compromisos adicionales en los que los socios renuncian tanto a votar a favor de cualquier distribución de dividendos como de ejercitar el derecho de separación ex art. 348bis LSC. Sobre esta cuestión, *vid.*, por ejemplo, GARCÍA MORALES, E., JIMÉNEZ LÓPEZ, L., GARCÍA MORALES, E., JIMÉNEZ LÓPEZ, L. (2018), “¿Es compatible el artículo 348 bis LSC con las restricciones al reparto de dividendos previstas en determinados contratos de financiación?”, *Diario La Ley*, nº 9150, 2 de marzo, p. 6 (consultado en versión electrónica).

2. Infracapitalización nominal, reclasificación y subordinación legal

La financiación de los socios es un fenómeno habitual en las estructuras de capital, circunstancia que conecta con la problemática de la infracapitalización nominal de las sociedades¹⁶. La infracapitalización nominal, recordemos, es la situación que acontece cuando la sociedad sí recibe de sus socios los medios necesarios para el desarrollo de su objeto social, pero los recibe en forma de deuda por lo que no pasan a integrar, en consecuencia, el capital social de la compañía. Se produce así un desplazamiento del riesgo empresarial a los acreedores¹⁷ mediante la externalización de los riesgos de la actividad de los socios del deudor a los acreedores no relacionados¹⁸. Los acreedores, en la práctica, tratan de mitigar este riesgo empresarial a través de herramientas contractuales como las garantías reales u otras técnicas que permitan la degradación y subordinación de los créditos de los socios. Esta capacidad de mitigación estará, no obstante, condicionada a la capacidad negociadora de los acreedores no relacionados: los acreedores profesionales tendrán mayor poder de negociación que los pequeños acreedores para quienes los costes de información e inspección serán inasumibles. Frente a esta solución contractual, desde una perspectiva legal se trata de dar respuesta a esta problemática a través de dos modelos distintos: la reclasificación y la subordinación legal.

El modelo de la reclasificación o conversión del crédito en capital social (“*recharacterization*”) consiste en un mecanismo en virtud del cual se incrementa en sede concursal los “recursos propios” de la empresa mediante la clasificación del crédito como

¹⁶ Frente a la infracapitalización nominal existe la denominada infracapitalización material que es aquella infracapitalización que tiene lugar cuando la sociedad carece de los recursos económicos precisos para el desarrollo de su actividad, al no suministrar los socios estos recursos ni en forma de aportaciones sociales ni por medio de préstamos o negocios de naturaleza análoga. La doctrina de la infracapitalización (que no está incorporada a nuestra legislación) persigue en definitiva ampliar la responsabilidad de los socios en los casos en que la dotación de capital que hayan hecho resulte insuficiente, o más exactamente, cuando exista una desproporción significativa entre el capital arriesgado por los socios y el objeto social y nivel de riesgo de la empresa social. Sobre la infracapitalización, PAZ-ARES RODRÍGUEZ, C. (1983), “Sobre la infracapitalización de las sociedades”, *Anuario de Derecho Civil*, núm. 4, pp. 1587 y ss.

¹⁷ En este mismo sentido, por ejemplo, el Tribunal Supremo en la STS 487/2013, de 10 de julio, en su FJ 5º dijo que:

“[s]i la aportación de capital a la sociedad por parte de los socios, en una cantidad suficiente para desenvolver su actividad, se hubiera realizado en la forma típica prevista en la normativa societaria, como es la aportación inicial o la ampliación del capital social, el patrimonio así obtenido no hubiera podido ser reembolsado a los socios en detrimento de los acreedores sociales, frente a los cuales tal patrimonio desempeña una función de garantía. La sustitución del capital social por préstamos societarios realizados por los socios de referencia supone en tales circunstancias un desplazamiento del riesgo empresarial sobre los acreedores.”

¹⁸ BERMEJO GUTIÉRREZ, N. (2002), *Créditos y quiebra*, Civitas, Madrid, pp. 455-456.

capital social¹⁹. Se vincula así la infracapitalización con la subordinación: se recalifican como recursos propios los fondos que fueron inyectados como recursos ajenos y pasan, por ende, a estar subordinados de forma total en sede concursal por representar una aportación encubierta de capital, perdiendo incluso el aportante la condición de acreedor en el concurso de su deudor²⁰.

Frente al modelo de la reclasificación, las legislaciones concursales modernas han optado por resolver el problema de la infracapitalización nominal a través del modelo de la subordinación legal²¹: el acreedor *insider* mantiene su condición de acreedor pero se

¹⁹ En los EE.UU. la “*recharacterization*” es la doctrina jurisprudencial basada en los principios de equidad del *common law* que consiste en la capacidad de los jueces concursales de ignorar la forma de una transacción y determinar su naturaleza en función de su sustancia (*substance over form*). En función de esta recalificación los créditos derivados de préstamos otorgados por los socios serán clasificados como “*proprietary interest*”, perdiendo su consideración de crédito concursal (*insolvency claim*) no pudiendo ser repagados hasta que los créditos concursales hayan sido satisfechos en su totalidad en función de la “*absolute priority rule*”. Para determinar si un crédito debe ser objeto de “*recharacterization*” los tribunales siguen los criterios articulados por *Bayer Corp. v. Masco Tech, Inc. (In re AutoStyle Plastics, Inc.)*, 269 F.3d 726 (6th Cir. 2001), que se basan en la denominación otorgada a la deuda (*labels given to the debt*), la existencia o no de una fecha de vencimiento del crédito (*presence or absence of a fixed maturity date*), el tipo de interés y el calendario de pagos (*interest rate and schedule of payments*), la capitalización adecuada del deudor (*whether the borrower is adequately capitalized*), la identidad de interés entre el acreedores y los accionistas (*identity of interest between the creditor and the stockholder*), que el crédito se encuentra o no garantizado (*whether the loan is secured*) y la capacidad de la compañía de obtener o no financiación de terceros distintos al prestamista que ha concedido dicho crédito (*corporation's ability to obtain financing from outside lending institutions*). Otros factores a tener en cuenta podrán ser también el tratamiento de la deuda en los libros de contabilidad de la empresa y la ratio entre los préstamos de socios y la cifra del capital. Ningún factor es más importante que el resto, sino que deberán ser analizados en función de las concretas circunstancias del caso. Por último, pese al debate existente sobre la capacidad de los jueces concursales de aplicar esta doctrina de equidad, sentencias como *Dornier* han reafirmado la capacidad de los tribunales concursales estadounidenses para aplicar esta doctrina como mecanismo de reclasificación de deuda en *equity* y garantizar que el esquema de prioridad fijado por la el derecho de insolvencia federal no se vea negativamente afectado por los actos de los socios del concursado (*Fairchild Dornier GmbH v. Official Committee of Unsecured Creditors (In re Official Committee Of Unsecured Creditors for Dornier Aviation (North America), Inc.)*, 453 F.3d 225 (4th Cir. 2006)). Vid, también JONES DAY (2016), *Transforming debt to equity*, Insights Newsletter, consultado on-line el 26 de enero de 2021 en <https://www.jonesday.com/en/insights/2006/12/transforming-debt-to-equity>.

²⁰ SEBASTIÁN QUETGLAS, R. (2008), “La subordinación de los créditos de las personas jurídicas”, *Anuario de Derecho Concursal*, núm. 15, p. 87. Por su parte, en una línea similar aunque con un énfasis algo distinto FERNÁNDEZ DEL POZO defiende que “[e]l problema de la infracapitalización nominal es un problema de recalificación. Ciertos recursos financieros suministrados a la empresa en concepto de capital de crédito (recursos ajenos) deben recalificarse o intitularse como capital de riesgo al objeto de evitar una simulación contraria a la buena fe del tráfico (protección de confianza de terceros) y a la diligente gestión de un ordenado comerciante” y añade que dichas aportaciones de recursos financieros no son merecedores de la protección del ordenamiento y que, por el contrario, “en situación concursal el “acreedor” no debe ser considerado tal sino como socio; y tal equiparación supone la “pérdida” de rango y el no cobro a cargo del patrimonio sin que previamente hayan sido satisfechas deudas verdaderas”. a FERNÁNDEZ DEL POZO, L. (1992), *El fortalecimiento de recursos propios*, Marcial Pons, Madrid, pp. 285-287,

²¹ Sobre la relación entre la infracapitalización y la subordinación legal concursal *vid.* SEBASTIÁN QUETGLAS, R. (2008), p. 87. Algunos autores critican este fundamento al considerar que, como ocurre en el caso español, la subordinación es independiente de la suficiente o insuficiente capitalización de la

degrada la posición de su crédito en sede concursal. Los sistemas concursales de nuestro entorno han optado por la subordinación legal pero configurándola de forma diversa: en algunos sistemas la subordinación se basa en la equidad²², en otros la subordinación se predica exclusivamente de ciertos instrumentos de deuda específicos proporcionados por los socios²³ o, finalmente, en casos como el español se ha optado por la subordinación automática sobre la base de criterios fijos tomando en consideración el elemento subjetivo del acreedor.

Frente a otros modelos que padecen una elevada litigiosidad²⁴, el legislador español optó por un modelo automático basado en las condiciones subjetivas del acreedor y no en las condiciones particulares del crédito o las motivaciones que resultaron en la concesión del mismo. El modelo español, por lo tanto, es un modelo de postergación automática y objetiva del crédito, sin que sea necesaria la existencia de fraude o circunstancia análoga bastando *ex* artículo 281.1. 5º TRLC que el crédito haya sido concedido por una persona que se encuentre dentro de la categoría de persona especialmente relacionada *ex* artículos 282 y 283 TRLC.

sociedad puesto que la misma aplicará si concurre en el acreedor los elementos subjetivos previstos por la norma. FUENTES NAHARO, M. (2013), “La subordinación de créditos de las sociedades del mismo grupo y de sus “socios comunes” (ámbito subjetivo y aplicación temporal del artículo 93.2.3º)”, *Revista de Derecho Bancario y Bursatil*, núm. 132, p. 93.

²² Como por ejemplo, en la legislación norteamericana, 510(c)(1) del Bankruptcy Code establece que:

Notwithstanding subsections (a) and (b) of this section, after notice and a hearing, the court may—

(1) under principles of equitable subordination, subordinate for purposes of distribution all or part of an allowed claim to all or part of another allowed claim or all or part of an allowed interest to all or part of another allowed interest.

Los orígenes de esta doctrina se sitúan en *Pepper v. Litton* (308 U.S. 295, 307-8 (1939)). En virtud de la misma sobre la base de principios de equidad un crédito será subordinado siempre que exista fraude, esto es, siempre que el acreedor haya actuado de forma fraudulenta, lo que se reconduce a supuestos de abuso de la sociedad o accionista dominante frente al resto de acreedores.

²³ Por ejemplo, los “préstamos sustitutivos de capital” del artículo 2647 del Codice Civil italiano. GOLDENBERG SERRANO, J.L. (2011), *La subordinación voluntaria de créditos*, Cizur Menor, Thomson Reuters/Civitas, p. 108.

²⁴ Específicamente, se ha considerado que las ventajas de un sistema legal de subordinación automática son la simplificación de la labor interpretativa de los jueces lo que redundaría en una mayor seguridad jurídica para los distintos operadores económicos y evita ulterior litigiosidad. PÉREZ MILLÁN, D. (2013), “La subordinación de créditos y los pactos de socios”, *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal*, nº 18, p.2 (revisado en versión electrónica). También en este sentido, GARRIDO, J.M. (2003), “La graduación de créditos”, en ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, A. (coord.), *La reforma de la legislación concursal (Jornadas sobre la reforma de la legislación concursal, Madrid, 6 a 10 de mayo de 2002)*, Marcial Pons, Madrid, p. 242.

Este automatismo es objeto de críticas por entenderse que puede suponer un trato indiscriminado y desproporcionado con resultados potencialmente injustos²⁵. Pese a sus ventajas desde la perspectiva de la seguridad jurídica, la subordinación automática impacta en la capacidad de las compañías de acceder a financiación de los socios por la cuestionable penalización que padece el socio cuando la inyección de liquidez se realiza como crédito vía préstamo ordinario y no como capital social²⁶. Esta circunstancia es especialmente gravosa en supuestos en los que la dificultad económica de la compañía proviene de la falta de liquidez y no de recursos propios. En estos supuestos de iliquidez los socios son la fuente de financiación de “último recurso” frente a la reticencia de terceros a prestar financiación adicional a la compañía²⁷. Es más, en la práctica, y fuera de escenarios de crisis de la compañía, son muchas las situaciones en las que socios prestan financiación a la compañía en forma de deuda subordinada o *mezzanine* por exigencia de los financiadores terceros. En estos casos no parece justificado que, por su proximidad al deudor, el préstamo del socio se convierta automáticamente en subordinado en el eventual concurso de la compañía por imperativo legal.

²⁵ Por ejemplo, ALONSO LEDESMA, C. (2009), “El automatismo en la subordinación de los créditos y la posición de las entidades de crédito”, en ALONSO UREBA, A., PULGAR EZQUERRA (coords.), *Implicaciones financieras de la Ley Concursal*, Wolters Kluwer, Madrid, 2009, pp. 171-176 o SEBASTIÁN QUETGLAS, R. (2008), p. 97.

²⁶ PULGAR EZQUERRA, J. (2012), “Fresh money y financiación de empresas en crisis en la Ley 38/2011”, *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal*, nº 16, p. 10 (revisado en versión electrónica).

²⁷ A favor, PULGAR EZQUERRA (2021), pp. 76 y sigs. En contra, por ejemplo, y por todos, PÉREZ MILLÁN, D. (2013), p. 2 (revisado en versión electrónica) que considera que con la subordinación automática se desincentivan intentos de rescate ineficientes que puedan entrañar riesgos para los acreedores al mantener sociedades en el tráfico que deberían ser liquidadas, por lo tanto, es un mecanismo que desincentiva que los accionistas adopten riesgos a costa de los acreedores externos. Además, considera que dadas las escasas expectativas de cobro en el concurso no creen que la ausencia de subordinación supusiera un incentivo suficiente para los socios para financiar a la compañía.

3. Régimen jurídico de la financiación del socio

3.1. La convivencia de la subordinación legal y la subordinación contractual²⁸

Los efectos de la subordinación automática que afecta a los créditos concedidos por una de las personas especialmente relacionadas *ex* artículos 282 y 283 TRLC incluye la postergación en el cobro de estos acreedores con respecto a los acreedores ordinarios (ocupando el rango de prelación quinto de entre los créditos subordinados) y otras consecuencias jurídicas como son, sin carácter exhaustivo: la incompatibilidad y prohibición de ser nombradas administrador concursal (arts. 64.2º y 65.1 TRLC, respectivamente); no aplicación del régimen de exención de la obligación de pago de los créditos no satisfechos por el concursado antes de la transmisión, de cualquier naturaleza, que se realice en el contexto de una transmisión de unidad productiva (art. 224.2 TRLC); no derecho de adhesión a la propuesta de convenio ni derecho de voto en la junta de acreedores, así como tampoco por los créditos que hubiesen adquirido por actos *inter vivos* después de la declaración de concurso (art. 352.1 LC); no representar a otros acreedores en la junta (art. 363.1 TRLC); y la cancelación de las garantías que estén asegurando su crédito (art. 302 TRLC). El automatismo de la norma tiene también su reflejo en escenarios preconcursales. La LC prevé que en el cómputo del porcentaje del pasivo se deduzcan del total los pasivos titularidad de acreedores que sean personas especialmente relacionadas con el deudor (art. 599.1 LC). En sede de homologación también aplicará dicha deducción con respecto al pasivo financiero objeto de homologación aunque se clarifica que los acreedores que sean personas especialmente relacionadas podrán quedar afectados por la extensión de la eficacia del acuerdo homologado de refinanciación (art. 607.3 TRLC)²⁹.

²⁸ Tratamos exclusivamente en este trabajo la financiación del socio por ser la financiación más habitual en la práctica aunque mucho de lo aquí analizado aplica también a las financiaciones otorgadas por administradores, de derecho o de hecho, los liquidadores del concursado persona jurídica y los directores generales de la persona jurídica concursada con poderes generales de la empresa, así como quienes lo hubieran sido dentro de los dos años anteriores a la declaración de concurso, a quienes aplicará este régimen no sólo cuando ostentaran esta condición en el momento del nacimiento del crédito sino que se impone independientemente del momento en el que nació el crédito (art. 283.1.2º TRLC). Por ejemplo, en operaciones apalancadas de *management buy out* (MBO) en las que el equipo directivo adquiere la compañía que gestionan, será habitual que se exija al equipo directivo a que otorgue financiación adicional en forma de deuda subordinada, subordinación que será inicialmente contractual pero pasará a ser legal en sede del concurso del deudor común.

²⁹ La TRLC ha clarificado esta cuestión con la referencia genérica a “personas especialmente relacionadas” en el art. 607.3 TRLC. La antigua Disposición Adicional 4ª LC limitaba esta exclusión a la “persona especialmente relacionada” del artículo 93.2 LC que hacía referencia exclusiva a las personas que se encuentren especialmente relacionadas con el deudor persona jurídica. La clarificación del TRLC es

Por lo tanto, puedan concurrir en la estructura de capital un crédito afecto a un negocio de subordinación al que, a su vez, por las características subjetivas del acreedor la norma concursal (*ex lege*) califique como crédito subordinado. No parecen existir discrepancias que en estos casos será la calificación *ex lege* la que determine la prelación del crédito, y no los pactos convencionales entre las partes. Dejando al margen la virtualidad que otorga nuestra Ley Concursal a los acuerdos de subordinación relativa, no podrán eludirse los efectos que la Ley prevé para los créditos de los *insiders* mediante la técnica de la subordinación contractual. De permitir esa elusión se estaría estableciendo una causa de preferencia convencional en infracción del principio de legalidad de las preferencias de crédito, circunstancia que no es admisible en nuestro Derecho.

3.2. La financiación de los socios en contextos de crisis de la compañía: entre el régimen concursal y las leyes de emergencia

La subordinación automática desincentiva la disposición de los socios a prestar financiación a la compañía de la que son dueños. Esta circunstancia es especialmente lesiva para los intereses de la compañía en situaciones de iliquidez: los socios son la fuente de financiación más cercana para la compañía, sobre todo en aquellos escenarios en que financiadores terceros son reticentes a prestar dicha financiación. El régimen del “fresh money” concursal, por el contrario, agrava esta situación al excluir del privilegio expresamente los créditos por “préstamos o contratos de análoga finalidad” titularidad de personas especialmente relacionadas (art. 704.3 LC). La diferenciación entre el régimen de incentivos que se otorga a la financiación externa y a la interna, en este caso la ausencia de los mismos, no resulta comprensible en situaciones de crisis empresarial del deudor³⁰:

consistente con el criterio defendido por la doctrina que consideraba que desde una interpretación sistemática y teleológica del apartado 1 DA 4ª LC debía realizarse una remisión al artículo 93 LC y ampliarse dicha exclusión también a las personas físicas que fueran titulares de pasivos financieros frente al deudor. PULGAR EZQUERRA, J. (2014), Refinanciación, reestructuración de deuda empresarial y reforma concursal (Real Decreto-Ley 4/2014, de 7 de marzo), Diario La Ley nº 8271. También AZOFRA VEGAS, F. (2016), *La homologación judicial de acuerdos de refinanciación*, Ed. Reus, 2016, p. 87. Las Conclusiones de la Reunión de Magistrados de lo Mercantil de Madrid de 7 y 21 de noviembre de 2014 sobre unificación de criterios de aplicación de las reformas de Ley Concursal operadas por el Real Decreto 11/2014 y la Ley 2014, también declaró por unanimidad que “*La ratio legis del precepto induce a pensar que, para las personas físicas refinanciadas, también quedan excluidos del cómputo de las personas especialmente relacionadas del apartado 1 del artículo 93 LC*”.

³⁰ Así también PULGAR EZQUERRA, J. (2012), p. 10. En contra, algunos autores han considerado que la subordinación automática desincentiva intentos de rescate ineficientes que puedan entrañar riesgos para los acreedores al mantener sociedades en el tráfico que deberían ser liquidadas siendo éste, por lo tanto, un

no sólo se privará al socio del privilegio de dinero nuevo *ex art. 704.1 y 2 TRLC* sino que en un eventual concurso del deudor el crédito de este socio se verá subordinado por imperativo legal de forma automática. Esta deficiencia de nuestro sistema, que no se da en otros modelos de Derecho comparado³¹, limita el acceso a fuentes de financiación de la compañía y desincentiva las financiaciones de rescate de los socios.

Estas deficiencias de nuestro sistema concursal y preconcursal han sido reconocidas por nuestro legislador de forma indirecta mediante la inclusión de medidas extraordinarias de carácter temporal vinculadas a situaciones de especial deterioro del sistema económico y empresarial español. En conexión con la gran crisis financiera de la década pasada, la Disposición Adicional 2ª de la Ley 17/2014 modificó el régimen del dinero nuevo de forma temporal con la extensión de su régimen a la financiación concedida por las personas especialmente relacionadas. Este régimen reconocía la prededucibilidad del 100% de los ingresos de tesorería (sin extenderse a los intereses devengados por los nuevos ingresos) concedidos en el marco de un acuerdo de refinanciación que cumpliera con las condiciones previstas en la LC. Este régimen también aplicaba a los créditos concedidos en dichos acuerdos de refinanciación por las personas especialmente relacionadas hasta el importe del nuevo ingreso efectuado, excluyéndose solamente los ingresos de tesorería realizados a través de una operación de aumento de capital. Su alcance fue, en todo caso, temporal puesto que aplicó exclusivamente durante los dos años siguientes a la entrada en vigor de la Ley 17/2014, esto es, hasta el 2 de octubre de 2017³².

Por su parte, en el contexto de la crisis sanitaria y económica resultante del COVID-19, el legislador estableció a través del artículo 7 de la Ley 3/2020 que en el marco de los concursos de acreedores que se declaren hasta el 14 de marzo de 2022 (inclusive), tendrán la consideración de créditos ordinarios los créditos derivados de ingresos de tesorería en concepto de préstamos, créditos u otros negocios de análoga naturaleza, que desde la

mecanismo que desincentiva que los accionistas adopten riesgos a costa de los acreedores externos. Además, consideran que dadas las escasas expectativas de cobro en el concurso no creen que la ausencia de subordinación supusiera un incentivo suficiente para los socios para financiar a la compañía. Así, PÉREZ MILLÁN, D., “La subordinación de créditos...”, *op. cit.*, p. 2 (revisado en versión electrónica).

³¹ Por ejemplo, el modelo francés o italiano en el que se privilegia el 100% de la financiación vía socios. Vid., PULGAR EZQUERRA, J. (2020), “Reestructuración empresarial y alarma Covid 2019: legislación preconcursal y concursal de emergencia”, *Diario La Ley*, nº 9606, p. 12 (revisado en versión electrónica).

³² En la práctica era un plazo de dos años desde la entrada en vigor de la ley para conceder la financiación y dos años desde esa eventual concesión para la declaración del concurso.

declaración del estado de alarma (14 de marzo de 2020) hubieran sido concedidos al deudor por quienes, según la ley, tengan la condición de personas especialmente relacionadas con él. Esta excepción aplicará también con respecto a los créditos derivados de la subrogación consecuencia de los pagos realizados a partir de esa fecha en interés del deudor particularmente por sus garantes.

Por lo tanto, los créditos de las personas especialmente relacionadas que caigan en su ámbito de aplicación se clasificarán de conformidad con la clasificación que les correspondería si sus titulares no tuvieran esa relación con el deudor de la que, en aplicación del sistema concursal general, deriva la subordinación automática. Frente a las dudas que existieron en un primer momento por la redacción del artículo 12 del derogado Real Decreto-Ley 16/2020, esta conclusión viene confirmada por el art. 7 Ley 3/2020 cuando prevé que la consideración de créditos ordinario será “sin perjuicio de los privilegios que les pudieran corresponder” a dichos créditos: la clasificación del crédito, en definitiva, deberá ser la más ventajosa que le corresponda según sus particulares cualidades. Si el crédito se beneficia de garantías reales deberá ser calificado como un crédito con privilegio especial, y no necesariamente como un crédito ordinario. De la misma forma, si en el marco de la concesión de dicha financiación por el socio se ha celebrado un negocio de subordinación con otros acreedores, nada evita que el crédito sea subordinado en concurso por ejemplo *ex art.* 281.1. 2º TRLC si se acordó la subordinación general del mismo. En definitiva, el carácter ordinario será el régimen general de clasificación, sin perjuicio de que dicho crédito pueda contractualmente degradarse o privilegiarse.

Para la aplicación de este régimen, no será necesario que estos ingresos de tesorería sean realizados en el marco de un acuerdo de refinanciación de los previstos en la LC sin que exista un requisito formal para beneficiarse de este régimen excepcional, como si ocurría en la Ley 17/2014. Por lo tanto, el régimen transitorio COVID-19 no vincula la protección de la financiación de la persona especialmente relacionada con el deudor a su inserción en el marco de un acuerdo típico de refinanciación con su control notarial/judicial, sino que “liberaliza” por completo la financiación del socio y se le permite mutar su posicionamiento en la estructura de capital sin control de ningún tipo³³.

³³ Por ejemplo, recientemente PULGAR EZQUERRA considera que con esta medida se muta no sólo la condición del accionista en acreedor, sino que se le coloca por encima de los demás acreedores preexistentes en virtud de las garantías de las que se dote. De esta forma, el legislador según esta autora permite trasladar

Esta es una medida de calado que quizás hubiera exigido, pese a lo urgente de la situación, una reflexión más profunda sobre la figura de la subordinación automática de la persona especialmente relacionada y la búsqueda de otros mecanismos de control que aunque sin duda pueden resultar en mayor litigiosidad sí permiten adecuar la realidad del mercado de crédito a nuestra Ley Concursal: la financiación del socio es una herramienta de financiación crítica en muchas situaciones de crisis que debe penalizarse sólo si es expropiatoria. No parece que el inmovilismo concursal sobre esta cuestión ni la “liberalización” irreflexiva de esta figura sean la solución, nosotros sugerimos un mayor control en contexto de refinanciación como expondremos a continuación.

El legislador, en todo caso, ha optado de nuevo por un régimen temporal y no permanente, circunstancia que es del todo indeseable y que reiteramos debería abrir una reflexión sobre la financiación del socio y su régimen concursal no basada en la excepcionalidad. Además, la forma en la que la temporalidad está diseñada desincentiva la concesión de la financiación por el socio. De forma incomprensible este régimen premia al socio que financió una compañía que en un plazo relativamente corto de tiempo solicita el concurso (el plazo que media entre el 14 de marzo de 2020 y el 14 de marzo de 2022). Esta circunstancia puede evidenciar que la financiación fue insuficiente (por importe o por duración) o, más grave aún, que nos encontramos ante rescate ineficiente cuya finalidad última era proteger los intereses del socio y mejorar su posición en la estructura de capital traspasando los riesgos derivados de la misma a los acreedores. Por el contrario, la forma en la que la temporalidad está diseñada perjudica a aquel socio que o bien decidió financiar a más largo plazo o bien dio financiación a una sociedad que pudo garantizar su viabilidad más allá del 14 de marzo de 2022 aunque luego se viera abocada al concurso. La temporalidad debería, por lo tanto, predicarse con respecto al momento en que se concedió la financiación y no al momento en que se declaró el concurso, todas las financiaciones concedidas antes de 14 de marzo de 2022 deberían beneficiarse de este régimen con independencia del momento en que el deudor presente su concurso. De lo contrario, la incertidumbre de los socios sobre la posibilidad de acogerse este régimen, que dependerá del momento en el que se declare el concurso del deudor, será un desincentivo irremontable para que presten dinero a la compañía.

el riesgo empresarial a los demás acreedores sin que los mismos hayan prestado su consentimiento para ello existiendo un elevado riesgo de “expropiación” de los socios a los acreedores preexistentes. PULGAR EZQUERRA (2021), pp.82- 83.

Además, y para concluir este punto, el régimen del art. 7 Ley 3/2020 no toma en consideración otras formas de financiación indirecta como pueden ser las operaciones de “*buy back*” o compra de deuda por los socios. A través de estas operaciones los socios compran a los acreedores deuda de su compañía a descuento con el objetivo de desapalancar (*deleverage*) la compañía, fortalecer su estructura de capital y garantizar su viabilidad. Esta norma, por lo tanto, debería haber cubierto escenarios de financiación directa e indirecta, desactivando también en estos casos la aplicación del art. 284 LC al constituir aquéllas operaciones habituales en la práctica del mercado de crédito que tienen indudables beneficios y ventajas para el deudor.

III. UNA PROPUESTA DE RÉGIMEN JURÍDICO DE LA FINANCIACIÓN DEL SOCIO EN LOS PROCESOS DE REESTRUCTURACIÓN: CRISIS COVID-19 Y TRANSPOSICIÓN DE LA DIRECTIVA DE REESTRUCTURACIÓN TEMPRANA

La Directiva de Reestructuración Temprana, en contra de lo que ocurre actualmente en el Derecho español, permite que los socios sean partes “afectadas” bajo el plan de reestructuración y queden vinculados por éste, aunque no hayan consentido al mismo. La Directiva rompe así con el paradigma que ha primado con carácter general en los Derechos Continentales Europeos en el que las reestructuraciones pre-concursales requieren del consentimiento de los socios/accionistas sobre la base de que éstos son los dueños de la compañía³⁴. Esta ruptura se realiza desde una doble perspectiva, por un lado, reconoce que los derechos de los accionistas no son absolutos y, por otro lado, que el Derecho de Sociedades no puede ser un obstáculo para la reestructuración³⁵. Por lo tanto, los socios podrán ser forzados a la reestructuración mediante la conversión de deuda en

³⁴ Por ejemplo, nuestro vigente Derecho de Sociedades exige que los aumentos de capital por compensación de crédito sean adoptados por la Junta General de la sociedad deudora, sin perjuicio de que los acuerdos de refinanciación son adoptados por el órgano de administración de la compañía sin necesidad de recabar dicho consentimiento, salvo en supuestos del artículo 160 (f) LSC.

³⁵ Así, PULGAR EZQUERRA, J. (2019), “Marcos de reestructuración y segunda oportunidad en la Directiva UE 2019/1023 (1), *Diario La Ley*, Núm. 10039, p. 20 (revisado en versión electrónica), cuando manifiesta que la ruptura de este paradigma ya ha sido testado en el marco de la reestructuración bancaria en el marco del “*burden share*” (“*bail in*” / “*bail out*”) introducido en el marco de la Directiva 2014/59 EU (reformada por la Directiva EU 2019/879, de 20 de mayo) que establece que hasta que accionistas y acreedores no han hecho sus correspondientes sacrificios no habrá ninguna ayuda de carácter público. Además, se podrá producir la dilución de la posición de accionistas y acreedores sin contar con el consentimiento de ambos, también de los accionistas.

capital perdiendo su derecho de veto. Este derecho de veto (“*holdout accionarial*”) puede resultar, y en la práctica resulta, en el rechazo por los socios de aquellas propuestas de reestructuración que impliquen su dilución en el capital social de la compañía y, por ende, su posible salida de la estructura de capital³⁶, incluido cuando esa propuesta es la única que garantiza la viabilidad de la compañía.

En este sentido, en muchas ocasiones las operaciones de compensación de créditos en acciones (“*debt-for-equity swaps*”) son el único mecanismo a disposición del acreedor para evitar la quita de su crédito y tener acceso al valor que resulte de la viabilidad de la compañía (“*equity upside*”). Por ello, salvo que existan mecanismos de arrastre de los accionistas en un contexto de reestructuración se dará la paradoja de que dentro de una misma estructura de capital la parte más junior de la misma (socios) tendrán una posición de privilegio (representada por un derecho de veto) frente a las clases más senior de la estructura (los acreedores). Los socios no podrán ser arrastrados a un plan de reestructuración, incluso cuando estén “*out of the money*”; por el contrario, los acreedores, que en la estructura de capital son siempre *senior* a los accionistas, si podrán ser forzados a la homologación judicial de sus créditos que podrá consistir, incluso, en quita.

Para aquellos casos en los que los socios de la compañía deudora sean parte “afectada” bajo el plan de reestructuración la Directiva de Reestructuración Temprana diseña un mecanismo pre-concursal que trata a los socios como una clase en la reestructuración, incluso a efectos de arrastre. La Directiva tiene en consideración los intereses económicos que los socios tienen no en cuanto titulares del control de la compañía sino en su condición de destinatarios de la cuota de liquidación. De esta forma, en supuestos de falta de acuerdo, los accionistas se verán forzosamente postergados a los acreedores³⁷. La posición que se otorgue a los socios en los procesos de reestructuración en el marco de la

³⁶ Para dar solución a este problema de gobierno corporativo *ex ante* nuestro LC introdujo un incentivo negativo al mismo mediante la atribución al juez de un mecanismo de control *ex post* en virtud del cual puede condenar, en supuestos de concurso consecutivo a los socios por no haber votado a favor de una capitalización de créditos si dicho negativa se hubiera realizado “sin causa razonable” (art. 700 TRLC). La incorporación de esta presunción *iuris tantum* de culpabilidad dio lugar muchas críticas, tanto por su propia inclusión como por su formulación legal, *vid.* por ejemplo VILLENA CORTÉS, F. B. y NIETO DELGADO, C. (2014), “Capitalización de deuda y calificación concursal tras el Real Decreto-Ley 4/2014”, *Diario La Ley*, nº 8357; y FERNÁNDEZ DEL POZO, L. (2014), “El envilecimiento de la posición del socio en la capitalización preconcursal de créditos bajo el Real Decreto-ley 4/2014, en *La Ley Mercantil*, núm. 1.

³⁷ DÍAZ MORENO, A. (2019), “Socios, planes de reestructuración y capitalización de créditos en la Directiva (UE) 2019/1023, sobre Reestructuración e Insolvencia”, BERMEJO GUTIÉRREZ, N., MARTÍNEZ FLOREZ, A. y RECALDE CASTELLS, A., *Las reestructuraciones de las sociedades de capital en crisis*, Civitas, Cizur-Menor, p. 247.

transposición de la Directiva de Reestructuración, decisión de importancia crítica en sí misma, conjugada con los efectos de las leyes de emergencia COVID-19 en sede pre-concursal, exigirá replantear el régimen jurídico de la financiación del socio en los procesos de reestructuración.

1. El régimen de la financiación del socio otorgada en el marco de la excepción COVID-19 y su futuro tratamiento bajo el régimen de la Directiva de Reestructuración Temprana

Pese a que el artículo 7 de la Ley 3/2020 guarda silencio sobre este particular considero que la excepción COVID-19 también deberá aplicar para aquellos casos en los que antes del 14 de marzo de 2022 no se declare el concurso de acreedores, pero sí, por ejemplo, se inicie un proceso de homologación judicial. Esto supondrá que la exclusión a efectos del cómputo de la mayoría de los créditos titularidad de personas especialmente relacionadas *ex art. 607.3 LC* no debería ser de aplicación. De lo contrario, se daría la situación paradójica en la que un acreedor cuyos derechos son protegidos por el ordenamiento jurídico se viera privado del cómputo de su crédito, y por ende del derecho a la impugnación, cuando por el contrario en aplicación de la regla del sacrificio desproporcionado tiene una posición en la estructura de capital que debe ser objeto de protección y tutela por el ordenamiento jurídico. En cualquier caso, lamentamos la deficiente técnica legislativa que ha dejado fuera del ámbito de la norma a la reestructuración preconcursal con la incertidumbre que deriva de esta circunstancia.

Realizada esta clarificación, considero que la financiación del socio que se beneficie del régimen *ex artículo 7* de la Ley 3/2020 estará sujeto a las reglas que aplican con carácter general a los créditos de terceros no vinculados al deudor sin que aplique el régimen más restrictivo de los créditos de las personas especialmente relacionadas.

Este crédito bajo el actual régimen de homologación judicial será un pasivo financiero más y estará sujeto a las reglas que aplican a los acreedores terceros, siendo relevante a estos efectos determinar si el socio es titular de un crédito ordinario o garantizado ya que sobre esa base le resultarán de aplicación unas u otras reglas de arrastre y mayorías en el proceso de homologación judicial. Más interesante será determinar qué régimen debería aplicar a la financiación COVID-19 del socio en el marco del régimen de la Directiva de

Reestructuración Temprana y la incorporación a nuestra legislación del concepto de formación de clases sobre la base del criterio de la “comunidad de intereses”.

En estos casos el crédito del socio deberá ser clasificado conjuntamente con otros créditos o de forma separada dependiendo de sus particulares características. En concreto, la clasificación de acreedores deberá realizarse teniendo en cuenta sus derechos existentes, así como el tratamiento que a dichos derechos se les dé en el plan de reestructuración (*old and new rights*). Para ello se deberán tener en cuenta los pactos que puedan existir entre los acreedores u otras condiciones específicas de los créditos en lo relativo a la configuración de sus derechos “preexistentes” y la potencial posición “preferente” de un acreedor en la estructura de capital en función de dichos derechos. Todo ello deberá basarse “en criterios comprobables” lo que exigirá, a su vez, pasar la clasificación por el tamiz de la normativa nacional, esto es, los rangos de los créditos, a los efectos de evitar la arbitrariedad en la formación de las clases. Por lo tanto, cuando la Directiva de Reestructuración temprana se refiere a la “comunidad de intereses” no lo hace a los intereses personales del acreedor (directos o indirectos) si no a los intereses derivados de la naturaleza de sus derechos (preexistentes y derivados del plan de reestructuración), con la única limitación de que dicha clasificación no podrá ser arbitraria al amparo de las reglas de clasificación de rango concursal de la normativa nacional correspondiente. No obstante, este rango concursal no deberá ser el único elemento relevante para dicha clasificación, pese a que seguro existirá una indudable tentación del legislador para equiparar clase de créditos y rango concursal. Así, para la clasificación de los créditos del socio deberán considerarse adicionalmente a su rango concursal las particulares características de estos créditos: se benefician o no de garantías reales; existen o no acuerdos de subordinación suscritos entre los socios y otros acreedores del deudor común en el momento de otorgar su crédito. La relación que *a priori* los acreedores tengan con el deudor, del que puedan derivar particulares intereses subjetivos, no deberá ser con carácter general un criterio de clasificación, salvo que dicha relación impacte en la clasificación que eventualmente dicho crédito tendría en concurso. Por ejemplo, si el crédito del socio no se subordina en concurso, como ocurre en este supuesto, no considero que la posición dual del socio en la estructura de capital deba condicionar la forma en la que se clasifique, ya que en esos casos cualquier conducta abusiva o contraria a los intereses del resto de acreedores podrá ser objeto de impugnación en sede

de confirmación del plan a través de los mecanismos que pone a disposición de los acreedores la Directiva de Reestructuración Temprana. Por ello defendemos que la cualidad subjetiva del financiador, o sus intereses subjetivos particulares, no deberá ser en ningún caso un criterio de clasificación, salvo que la norma concursal expresamente realice una asignación de rangos concursales sobre la base de dichas cualidades o intereses.

Las características particulares del crédito, desde un prisma objetivo, será el criterio sobre el que deberá basarse su clasificación. En este sentido, como veíamos al principio de este trabajo, la financiación del socio podrá ser instrumentada como un contrato de financiación separado e independiente al contrato de financiación *senior* o, en ocasiones, dentro del mismo contrato de financiación como un nuevo tramo con rango “*pari passu*” a la deuda *senior* estando su principal e intereses en condiciones de igualdad con la deuda *senior* (incluso beneficiándose de las mismas garantías personales y reales), salvo en determinados escenarios en los que pasarán a tener un rango inferior a la deuda *senior*. En estos casos, los acreedores *senior* exigirán normalmente la subordinación contractual de esta deuda con independencia de su eventual régimen concursal. Esta deuda será, por lo tanto, objeto de subordinación relativa, esto es, la subordinación de la deuda del socio sólo se predicará con respecto a los acreedores *senior* pero no frente al resto de acreedores (acreedores neutrales)³⁸. Frente a los acreedores neutrales la deuda del socio se comportará como financiación ajena “ordinaria” a todos los efectos.

Por ello, si la financiación COVID-19 ha sido otorgada por el socio a través de una financiación separada, su crédito (existiendo o no un acuerdo de subordinación con los acreedores *senior*) deberá ser clasificado de forma separada: sus intereses son distintos de los restantes acreedores *senior* al ser articulado de forma objetiva a través de un instrumento de crédito distinto. Si, por el contrario, esta financiación se integra dentro de un contrato de financiación sindicada y, como es habitual, la subordinación se articula mediante la cascada de pagos del propio contrato de financiación, entonces estaremos ante una misma clase ya que a efectos de clasificación se entenderá que pese a que los intereses subjetivos de este acreedor pueden ser distintos, sus intereses objetivos derivados de la naturaleza del crédito son idénticos al del resto de acreedores *senior*. En

³⁸ Los acreedores neutrales son aquellos otros acreedores del deudor común que no son parte del acuerdo de subordinación y que no se verán afectados ni positiva ni negativamente por el acuerdo de subordinación al que hayan podido llegar los respectivos acreedores que son parte del acuerdo de subordinación.

estos casos, resultarán además de aplicación las reglas que aplican al pasivo financiero sujeto a un régimen o pacto de sindicación que, en su actual redacción (veremos si cambia con tras la transposición), prevé que se entenderá que la totalidad de los acreedores (100 por cien) sujetos a dicho régimen suscriben el acuerdo de refinanciación cuando voten a su favor los que representen, al menos, el 75 por cien del pasivo afectado por el acuerdo de sindicación, salvo que las normas que regulan la sindicación establezcan una mayoría inferior, en cuyo caso será de aplicación esta última (art. 607.4 LC). La finalidad de esta norma es evitar la sobre ponderación artificiosa de determinadas participaciones minoritarias que puedan dificultar la homologación del acuerdo de refinanciación: es decir, en estos casos, además de no haber la clasificación separada se estará a normas especiales de voto dentro del contrato de financiación sindicada con la articulación de un régimen de arrastre interno (acción colectiva).

Por lo tanto, la forma en la que se hayan estructurado o se estructuren estas operaciones será crítica en un contexto de reestructuración post-transposición de la Directiva de Reestructuración Temprana. Optar por una financiación del socio independiente (“*stand alone*”) o dentro de un mismo contrato de financiación sindicada puede tener por consiguiente un relevante impacto en el proceso de reestructuración futuro de la compañía dado que la clasificación es un elemento determinante para la confirmación de un plan de reestructuración, sobre todo en contextos de planes de reestructuración no consensuales con la existencia de mecanismos de impugnación “de clase” (por ejemplo, regla de la prioridad absoluta).

2. El régimen de la financiación del socio cuando sea parte “afectada” bajo el plan de reestructuración

2.1. Regla general

Frente a la anterior, construcción puntual que deriva del acogimiento de la financiación del socio al régimen temporal de las leyes de emergencia del COVID-19, de aplicación temporal hasta el 14 de marzo de 2022 (inclusive) y no estructural, la posible consideración del socio como parte “afectada” bajo el plan de reestructuración sí nos exige, por el contrario, una reconsideración global de la posición del socio no sólo como titular de la cuota de liquidación sino también como acreedor de la compañía. Debemos así dar una respuesta, condicionada lógicamente a la forma en la que finalmente sea

transpuesta la Directiva de Reestructuración Temprana a nuestra legislación pre-concursal, al régimen que consideramos deberá ser de aplicación en aquellos supuestos en los que el socio tenga una doble posición de acreedor y accionista en el proceso de reestructuración³⁹.

La primera cuestión a la que nos enfrentamos es la relativa a la exclusión del derecho del socio en los procesos de reestructuración. En este sentido, los créditos de los socios serán los candidatos más propicios a ser excluidos del derecho de voto ya sea por la vía del art. 9(3) apartado (a) de la Directiva de Reestructuración Temprana (“tenedores de participaciones”) o apartado (c) (“persona relacionada con el deudor o la empresa del deudor que presente un conflicto de intereses”). No obstante, una conclusión en un sentido u otro deberá primero tomar en consideración la posición que ocupa el socio en el proceso de reestructuración en su globalidad. Si la opción por la que opta el legislador es excluir a los socios de la aplicación de la Directiva, la exclusión de sus derechos de voto como acreedor y su arrastre al plan de reestructuración mediante la extensión de sus efectos, en forma similar al régimen que tenemos actualmente en nuestro país *ex art. 607.3 LC*, parecería la solución más razonable.

La conclusión no puede ser, sin embargo, la misma si la normativa nacional sí prevé que el accionista sea “parte afectada” y tenga derecho de voto bajo el plan de reestructuración. En este caso no sería razonable que un socio pueda votar su interés (financiación propia) en la parte más junior de la estructura de capital y, por el contrario, se le prive de su derecho de voto con respecto a sus otras posiciones dentro de esa misma estructura de capital que tengan un orden de prelación superior (financiación ajena). Esto sería además contrario al sistema de la Directiva de Reestructuración Temprana en el que, desde un enfoque “económico-financiero”, se trata de proteger dentro de la estructura de capital todos los intereses en liza adecuando los derechos de las partes a su posición económica, máxime en contextos de arrastre y reestructuración forzosa. Cuando el socio sea parte “afectada”, el crédito del socio-financiador deberá ser clasificado según las específicas características de su crédito salvo que existan circunstancias propias del

³⁹ También PULGAR EZQUERRA cuando defiende que las reticencias que se manifiestan en modelo español a la mutación de la condición de socio en acreedor por la vía de la financiación interna no está justificada en el momento actual tanto porque la situación de los mercados ha cambiado como por, más importante, “el modo en que se produce y se va a producir la “entrada” de socios en el reflotamiento societario, en el marco de la transposición de la Directiva UE 2019/1023 sobre marcos de reestructuración preventiva”. PULGAR EZQUERRA (2021), p. 79.

crédito (ausencia de singularidad con respecto a otros créditos) o del proceso que puedan no aconsejar su clasificación separada (importe “*de minimis*”, no distorsión del proceso de reestructuración, etc). Algunos autores han considerado que las especiales características subjetivas de este acreedor recomendará su clasificación separada para que no “contamine” a otras clases⁴⁰. Considero que esto debería ser así sólo si esas características subjetivas tienen reflejo en la normativa concursal (“criterio comprobable”). Por ejemplo, si la condición de socio supone la subordinación concursal del crédito sí se ocasionaría un conflicto de interés objetivo, no subjetivo, que aconsejará su clasificación separada. En otro caso la clasificación deberá depender de las características del crédito y no de las cualidades subjetivas de su titular.

No obstante, sobre este mismo enfoque económico-financiero al que hacíamos antes referencia, el derecho del voto del socio (como debería ocurrir con los restantes acreedores) no debe ser absoluto: el socio-financiador sólo podrá votar su crédito cuando esté “*in the money*”. Si el crédito del socio financiador es un crédito “*out of the money*”⁴¹ se deberá entender que no tiene derecho económico en la reestructuración y, por consiguiente, dicho crédito deberá ser excluido del derecho de voto. En este caso propugnamos que en todo caso se considere que esta clase “*out of the money*” se ha opuesto al plan de reestructuración (clase disidente) manteniendo su derecho de impugnación (art. 14(3) Directiva) si el plan de reestructuración le provoca un perjuicio injusto de conformidad con las normas de confirmación del plan.

⁴⁰ Así RICHTER, T. y THERY, A. (2020), *Insol Europe Guidance Note on the Implementation of Preventive Restructuring Frameworks under EU Directive 2019/1023 Claims, Classes, Voting, Confirmation and the Cross-Class Cram-Down*, INSOL EUROPE, p. 15:

“[...] A less absolute rule might allow these parties to vote but put their debt claims into a separate class, thus preventing them from “contaminating” the vote by unrelated creditors, and allowing the court to “cram the plan down” on such class if need be.”

⁴¹ Los acreedores que se encuentren “*out of the money*” son aquellos que *a priori* deberá asumir los efectos perjudiciales de la reestructuración. La determinación de qué acreedor se encuentra “*out of the money*” dependerá de la posición que ocupe en la estructura de capital en virtud de las características particulares del crédito, incluyendo las garantías reales o de otra naturaleza que garanticen el crédito y los acuerdos de subordinación que hayan podido ser suscritos entre los acreedores que integran la estructura de capital. Si es “*out of the money*” no existirá ningún motivo económico para que este acreedor mantenga una posición económica en la estructura de capital reorganizada. Únicamente los acreedores que tienen “valor” en la estructura deben beneficiarse del acuerdo de reestructuración, ya que de lo contrario podrían darse comportamientos expropiatorios en virtud de los cuales acreedores “*out of the money*” tratarían de extraer injustamente valor de los acreedores “*in the money*”, conducta que sería contraria al interés de los acreedores. Los acreedores “*out of the money*” sólo deberán recibir alguna distribución bajo el plan si las clases *senior* deciden cederle parte de valor por motivos estratégicos, negocio u otra naturaleza.

En cualquier caso, la posición que ocupa la financiación del socio en sede concursal (subordinación legal y penúltimo lugar de prelación en el orden de los créditos subordinados) determinará que, salvo una modificación del régimen de la subordinación legal concursal, cualquier distribución a favor de estos acreedores esté sujeta a las importantes limitaciones de la regla de prioridad absoluta que será previsiblemente objeto de incorporación en nuestro Derecho⁴². El artículo 11.1.c) de la Directiva establece que para extenderse los efectos del plan de reestructuración no consensual los acreedores afectados que hayan votado en contra del mismo estos acreedores deben recibir, al menos, un trato igual de favorable que el de cualquier otra categoría de acreedores del mismo rango y más favorable que el de cualquier categoría de rango inferior (“*absolute priority rule*” o “APR”), activándose esta regla cuando se crean dos o más clases y una de estas clases vota en contra del plan de reestructuración en cuestión (plan no consensual). La Directiva añade además en su artículo 11.1.d) que ninguna categoría de las partes afectadas pueda recibir o mantener más del importe total de sus créditos o intereses (“*reverse rule*” o corolario de la APR). Estos derechos serán derechos “de clase”, es decir, únicamente podrán ser ejercitados por la clase en su conjunto y no individualmente por los concretos acreedores que la integran. La Directiva sigue el modelo de la regla de la prioridad absoluta del sistema norteamericano de insolvencias en su doble vertiente de protección de los acreedores *senior* (la APR garantiza que los acreedores senior deben ser pagados con anterioridad a los acreedores junior, y los acreedores con carácter previo a los accionistas) y la “reverse rule” que protege a las clases junior (una clase senior no puede recibir más que el 100% de su crédito y, por el contrario, cualquier exceso del valor de reestructuración deberá ser distribuido a las clases *junior* de acreedores o accionistas). Esta regla implicará que, en la mayoría de los casos, no se podrán realizar distribuciones

⁴² Dado el alcance del trabajo, no entramos a analizar la regla de la prioridad relativa que fue introducida en la última fase de redacción de la Directiva de Reestructuración temprana y que parece recoger la posibilidad de que los Estados miembros adopten la regla de la prioridad relativa como alternativa a la APR al sustituir la necesaria “satisfacción íntegra” de una clase senior de acreedores para que una clase *junior* perciba valor en la reestructuración por el “mejor tratamiento” de la clase *senior*, resultando en una complejidad adicional ya que deberá verificarse (por el juez que confirme el plan de reestructuración) que dicho “mejor tratamiento” es suficiente para entender cumplido este requisito para la confirmación de la reestructuración forzosa. Creemos en cualquier caso que esta regla no debe ser considerada autónomamente, sino que es una excepción a la regla de prioridad absoluta, como ya ocurre por ejemplo en los EE.UU. con las figuras del “*gifting*” o “*new value exception*” como excepción a la regla de prioridad absoluta del Bankruptcy Code.

salvo en supuestos en los que el socio-acreedor esté “in the money” pero siempre con carácter subordinado al resto de acreedores.

También las impugnaciones individuales realizadas sobre la base del interés superior de los acreedores serán difíciles que prospere por la posición que ocuparía el socio-financiador en el concurso de la compañía (“factor comparador”). En definitiva, pese a que defendemos la consideración del financiador-socio como acreedor “afectado” bajo el plan de reestructuración a todos los efectos, su posición se verá limitada por su posición concursal: sin replantear la subordinación legal automática de los créditos de los socios en sede concursal resulta muy difícil dotar de sistematicidad a la posición de los socios en el proceso de reestructuración y sus derechos se ven materialmente limitados.

2.2. Reglas especiales

Como hemos visto, nada impide que la financiación del socio se otorgue como un contrato de financiación separado e independiente al contrato de financiación *senior* o, en ocasiones, dentro del mismo contrato de financiación *senior* como un nuevo tramo, tengan un rango “*pari passu*” con la deuda *senior*. Esta financiación podrá estar también garantizada ya sea con patrimonios terceros (garantía personal) o sobre activos del deudor (garantías reales), compartiendo estas garantías con el resto de acreedores *senior*, aunque no en todos los casos. A estos efectos, en contra de lo que defendíamos en contextos de sujeción a las leyes de emergencia COVID-19, si el socio otorga la financiación bajo el mismo instrumento sindicado que los acreedores *senior* y la subordinación se articula a través del régimen de cascada de pagos previsto en el contrato de financiación, consideramos que el socio deberá ser clasificado en una clase separada. En este caso concreto, no se dan los requisitos para que el socio y los acreedores *senior* constituyan una “comunidad de intereses”. La clasificación, como veíamos, deberá realizarse teniendo en cuenta los derechos existentes, así como el tratamiento que a dichos derechos se les da en el plan de reestructuración (*old and new rights*) y los pactos que puedan existir entre los acreedores u otras condiciones específicas de los créditos, pero también el tratamiento que los créditos tengan en la normativa concursal que deberá constituir el “criterio comprobable”. En el caso español, la condición subjetiva del socio-acreedor implicará la subordinación concursal legal y automática de su crédito. En este caso, la subordinación legal concursal del crédito del socio-acreedor impactará en su posición en

la estructura de capital a efectos del principio del interés de los acreedores y la regla de la prioridad absoluta. Esta circunstancia exigiría que dichos créditos no sean clasificados en la misma clase ya que sus “*new rights*” deberán ser necesariamente distintos, circunstancia que en principio no debería estar permitida: todos los acreedores dentro de una misma clase deben recibir el mismo trato. Esta regla debe excepcionarse en estos casos y permitir un trato diferenciado dentro de la misma clase pese a votar todos los créditos conjuntamente en aplicación de los pactos de sindicación. Las reglas de sindicado de constitución de mayorías siguen aplicando y la clase *senior* pueda imponer el acuerdo a la clase junior arrastrándola al plan de reestructuración

De lo contrario, nos encontraríamos ante una situación práctica que exigiría, para poder tratar a los acreedores de forma diferente, la constitución de dos clases de acreedores separadas pero coordinadas por un pacto de sindicación que permite que una clase puede “votar” a la otra: nos parece una solución alambicada que creemos puede ser superada con una solución más fácil y simple de implementar.

Por otro lado, consideramos que la financiación del socio garantizada debe también estar sujeta a reglas especiales. La subordinación legal tendrá, entre otros efectos, la cancelación de las garantías que estén asegurando el crédito de la persona especialmente relacionada (art. 302 TRLC). Esta regla no tiene su reflejo en sede preconcursal, cuestión lógica si consideramos que la solución que ofrece la LC actualmente es deducir en el cómputo del porcentaje del pasivo los pasivos titularidad de acreedores que sean personas especialmente relacionadas, aunque podrán quedar afectados por la extensión de la eficacia del acuerdo homologado de refinanciación (art. 607.3 TRLC). No obstante, si como aquí defendemos deben concederse al socio-financiador el derecho al voto en un contexto de reestructuración consideramos que dicho crédito no debería considerarse como un crédito con garantía real a efectos de la homologación si dicha categoría lleva asociada algún beneficio, como efectivamente ocurre actualmente con el derecho de veto que tienen los acreedores privilegiados (“*cram-in*”). De lo contrario, se estaría distorsionando el proceso de reestructuración pues se concedería al acreedor-financiador una posición negocial que no se corresponde con su posición real en la estructura de capital en aplicación del escenario comparador (liquidación) que informa todo el proceso y sobre el que se configura el régimen de protección de los acreedores.

3. Subordinación, accionistas y el privilegio del dinero nuevo

Finalmente, debemos plantear nuestras dudas acerca de la conveniencia de excluir los créditos por nuevos ingresos de tesorería realizados por el acreedor *insider* del régimen del dinero nuevo concursal, circunstancia que no ha sido modificada por la vigente legislación COVID-19 pese a la “liberalización” del régimen y que motivará que cuando decaiga su vigencia temporal los socios se encontrarán, de nuevo, sin herramientas de protección de su financiación.

Primero, el mero control notarial/judicial al que estaría sujeta la financiación de dinero típica prevista por nuestra LC justifica a nuestro entender que no aplique la regla general de subordinación de las personas especialmente relacionadas con el deudor, especialmente si como acontecerá cuando se implemente la Directiva la concesión de esta financiación nueva será un elemento determinante de la confirmación obligatoria del acuerdo de reestructuración en sede de homologación (art. 10(1)(b) de la Directiva). Esta visión, sin embargo, ha sido discutida por algunos autores poniendo en duda que un mayor control notarial/judicial elimine los inconvenientes asociados al reconocimiento del dinero nuevo de los socios como crédito sujeto al privilegio concursal. Argumentan que dicho reconocimiento, por el contrario, puede fomentar conductas oportunistas de los accionistas y exacerbar el problema del “*overinvestment*” en perjuicio de los acreedores preexistentes⁴³. No obstante, creemos que este riesgo de comportamiento oportunista, puede ser revertido si se establecen mecanismos judiciales de control adecuado que pueden ser cualificados en supuestos de financiaciones de *insiders*. Estos mecanismos deben garantizar cumulativamente que la financiación sea necesaria para la consecución de la viabilidad del deudor y genere valor para el deudor y sus acreedores, sin que se produzca una mera redistribución del valor de los acreedores preexistentes al financiador de dinero nuevo (en este caso el accionista), circunstancia que hemos visto no debe ser amparada y ni privilegiada por nuestro Derecho preconcursal y concursal. También deberá acreditarse que los términos y condiciones de la nueva financiación son competitivos si se comparan con aquellos que podían ofrecer terceros financiadores

⁴³ VAQUERIZO, A., “La protección de los créditos derivados de la financiación nueva...” *op. cit.*, p. 491. También WEIJS, R., BALTJES, M. (2018), “Opening the door for the opportunistic use of interim financing: a critical assessment of the EU draft Directive on preventive restructuring frameworks”, *International Insolvency Review*, vol. 27, p. 227.

independientes en la misma situación de crisis con idéntico régimen legal (“*benchmark*”). Finalmente, en relación con lo anterior, se deberá acreditar que esta financiación es una financiación de *última ratio* obtenida una vez el deudor ha acudido a distintos financiadores para obtener la financiación y ésta no le ha sido concedida por alguien distinto del socio (*market test*). Por lo tanto, consideramos que, frente a posturas *a priorísticas*, el legislador español debe eliminar la exclusión del régimen del “dinero nuevo” de los créditos por “nuevos ingresos de tesorería” de las personas especialmente relacionadas y sustituir dicha exclusión por un régimen de control judicial basado en un triple mecanismo: generación de valor, términos y condiciones de la financiación competitivos y *market test*.

Sin embargo, en contra de lo que ocurre en otras cuestiones relativa a la posición de los socios en los procesos de reestructuración, en este punto nos encontramos con inconsistencias en la Directiva. Por el contrario, la Directiva nos enfrenta ante lo que podría entenderse es una contradicción en el enfoque “económico-financiero” que inspira a ésta. Mientras, por un lado, la Directiva prevé que el socio pueda ser parte “afectada” bajo el plan de reestructuración, lo que supone sentar las bases que permitan superar una visión única del socio en el proceso de reestructuración como titular de la cuota de liquidación y reconocer también su posición como acreedor de la compañía, la Directiva parece querer excluir a las personas especialmente relacionadas de los privilegios de la financiación nueva: por un lado les reconoce su posición en la estructura de capital pero, por otro lado, de forma incomprensible, les niega su participación en la solución de la crisis empresarial. En este sentido, la Directiva al referirse a la exención de responsabilidad civil, administrativa o penal a los financiadores de dinero nuevo en el caso de una posterior insolvencia del deudor, excepciona dicha exención cuando la financiación sea perjudicial para el conjunto de los acreedores y concurran “otros motivos adicionales establecidos en la normativa nacional” (art. 17(1)(b)). Esta clarificación referida a los “otros motivos” se inserta en la cláusula relativa a la protección por exención de responsabilidad, pero no en la relativa a la irrevocabilidad, aunque el Considerando (67) sí establece que estos mismos “otros motivos” podrán predicarse también con respecto a la declaración de nulidad, anulabilidad o no ejecutabilidad de la financiación nueva o provisional. Este mismo Considerando (67) establece además que entre los “otros motivos” se incluirán “cierto tipo de relación entre las partes que pueda relacionarse con

un conflicto de intereses, como las transacciones entre partes relacionadas o entre los accionistas y la empresa” lo que lleva a ciertos autores a defender que la inaplicabilidad de los mecanismos de protección a los acreedores vinculados con el deudor resulta acorde con la Directiva ya que se encuentra implícitamente incluidos en la misma⁴⁴.

No creo que dicha exclusión sea absoluta y, por el contrario, considero que la Directiva reconoce que los socios pueden ser financiadores de dinero nuevo siempre que no existe un “conflicto de interés”, conflicto que podrá existir en ocasiones, pero no siempre. Para evidenciar que no existe tal “conflicto de interés”, que haría decaer el privilegio, el socio-financiado debe estar sujeto a un régimen de control cualificado dadas las especiales características subjetivas de este acreedor: no sólo deberá acreditarse que la financiación garantiza la viabilidad del deudor, sino también que los términos de esta financiación son competitivos y, sobre todo, que se ha realizado un “test de mercado” y del mismo ha resultado que ningún acreedor distinto del socio estaba dispuesto a prestar la financiación en las condiciones en las que ésta es concedida por el deudor. Esta construcción permite conjugar la realidad práctica en la que son los socios los que en muchas ocasiones actúan como financiadores de último recurso de las empresas en situaciones de crisis, por no existir terceros dispuestos a prestar dicha financiación, y garantizar el adecuado control y protección de los acreedores a través de este triple mecanismo de control.

IV. CONCLUSIÓN

Es habitual que los socios durante la vida de la compañía aporten financiación ajena a la sociedad y ocupen una posición dual en la estructura de capital con la doble condición de socio y acreedor. Esta situación se agrava en contextos de crisis cuando los socios constituyen generalmente la financiación de *última ratio*. Esta circunstancia exige superar soluciones parciales y temporales y replantear la posición del socio en los procesos de reestructuración, sobre todo en el actual momento de transposición de la Directiva de Reestructuración Temprana y la posible inclusión del socio como parte “afectada” de la estructura de capital. De esta forma proponemos un régimen jurídico en el que, cuando un socio pueda votar su interés (financiación propia) en la parte estructura de capital también tenga derecho de voto con respecto a sus otras posiciones dentro de esa misma

⁴⁴ VAQUERIZO, A., “La protección de los créditos derivados de la financiación nueva...” *op. cit.*, p. 499.

estructura de capital que tengan orden de prelación superior (financiación ajena). Esta circunstancia, de forma consistente con el sistema de la Directiva de Reestructuración Temprana y su enfoque “económico-financiero”, tendrá consecuencias en el régimen de clasificación de los créditos en clases que recomienda la configuración de un régimen general con ciertas excepciones (régimen especial) que se adapte a las condiciones subjetivas del socio. También exigirá configurar un régimen cualificado de control de la financiación de dinero nuevo del socio para beneficiarse del privilegio concursal. Todo ello, sin embargo, nos debe llevar a reconsiderar desde una perspectiva global (permanente y no temporal) nuestro modelo español de subordinación automática para la financiación del socio persona especialmente relacionada, de modo similar a lo que ya ocurre en otros modelos de la Europa continental.

V. BIBLIOGRAFÍA

ALONSO LEDESMA, C. (2009), “El automatismo en la subordinación de los créditos y la posición de las entidades de crédito”, en ALONSO UREBA, A., PULGAR EZQUERRA, J. (coords.), *Implicaciones financieras de la Ley Concursal*, Wolters Kluwer, Madrid.

AZOFRA VEGAS, F. (2016), *La homologación judicial de acuerdos de refinanciación*, Ed. Reus, 2016.

BUIL ALDANA, I. (2011), “La financiación de empresas en situación concursal: una visión española basada en el debtor-in-possession financing del sistema norteamericano de insolvencias”, *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal*, núm. 14.

DÍAZ MORENO, A. (2019), “Socios, planes de reestructuración y capitalización de créditos en la Directiva (UE) 2019/1023, sobre Reestructuración e Insolvencia”, BERMEJO GUTIÉRREZ, N., MARTÍNEZ FLOREZ, A. Y RECALDE CASTELLS, A., *Las reestructuraciones de las sociedades de capital en crisis*, Civitas, Cizur-Menor.

FERNÁNDEZ DEL POZO, L. (2014), “El envilecimiento de la posición del socio en la capitalización preconcursal de créditos bajo el Real Decreto-ley 4/2014, en *La Ley Mercantil*, núm. 1.

FUENTES NAHARO, M. (2013), “La subordinación de créditos de las sociedades del mismo grupo y de sus “socios comunes” (ámbito subjetivo y aplicación temporal del artículo 93.2. 3º), *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 132.

GARCÍA MORALES, E., JIMÉNEZ LÓPEZ, L., GARCÍA MORALES, E., JIMÉNEZ LÓPEZ, L. (2018), “¿Es compatible el artículo 348 bis LSC con las restricciones al reparto de dividendos previstas en determinados contratos de financiación?”, *Diario La Ley*, nº 9150, 2 de marzo.

GARRIDO, J.M. (2003), “La graduación de créditos”, en ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, A. (coord.), *La reforma de la legislación concursal (Jornadas sobre la reforma de la legislación concursal, Madrid, 6 a 10 de mayo de 2002)*, Marcial Pons, Madrid.

GOLDENBERG SERRANO, J.L. (2011), *La subordinación voluntaria de créditos*, Cizur Menor, Thomson Reuters/Civitas.

HARNER, M. M. (2014), “Activist investors, distressed companies and value uncertainty”, *American Bankruptcy Institute Law Review*, Vol. 167.

MYERS, S.C. (1977), “The Determinants of Corporate Borrowing”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 5, Núm. 3, pp. 147-175.

MYERS, S.C., MAJLUF, N.S. (1984), *Corporate Financing and Investment Decisions: When firms have information the investors do not have*, *Journal of Financial Economics*. Vol. 13, Núm. 2.

NAVARRO FRIAS, I (2016), *El contrato entre acreedores*, Thomson Reuters/Civitas, Cizur Menor.

PAZ-ARES RODRÍGUEZ, C. (1983), “Sobre la infracapitalización de las sociedades”, *Anuario de Derecho Civil*, núm. 4.

PÉREZ MILLÁN, D. (2013), “La subordinación de créditos y los pactos de socios”, *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal*, núm. 18 (revisado en versión electrónica).

PULGAR EZQUERRA, J. (2012), “Fresh money y financiación de empresas en crisis en la Ley 38/2011”, *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal*, nº 16.

PULGAR EZQUERRA, J. (2014), “Refinanciación, reestructuración de deuda empresarial y reforma concursal (Real Decreto-Ley 4/2014, de 7 de marzo)”, *Diario La Ley*, nº 8271.

PULGAR EZQUERRA, J. (2019), “Marcos de reestructuración y segunda oportunidad en la Directiva UE 2019/1023 (1)”, *Diario La Ley*, Núm. 10039.

PULGAR EZQUERRA, J. (2020), “Reestructuración empresarial y alarma Covid 2019: legislación preconcursal y concursal de emergencia”, *Diario La Ley*, nº 9606.

PULGAR EZQUERRA, J. (2021), “Financiación preconcursal interna de empresas en reestructuración: régimen vigente y normas temporales COVID-19”, *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal*, núm. 34.

RICHTER, T. y THERY, A. (2020), *Insol Europe Guidance Note on the Implementation of Preventive Restructuring Frameworks under EU Directive 2019/1023 Claims, Classes, Voting, Confirmation and the Cross-Class Cram-Down*, INSOL EUROPE.

SCHWARTZ, S.L. (1997), *The easy case for the priority of secured claims in bankruptcy*, *Duke Law Journal*, Vol. 47.

SEBASTIÁN QUETGLAS, R. (2008), “La subordinación de los créditos de las personas jurídicas”, *Anuario de Derecho Concursal*, núm. 15.

SKEEL, JR., D. A. (2004), “The Past, Present and Future of Debtor-in-possession financing”, *Cardozo Law Review*, Vol. 25.

TRIANI, G.G. (2017), “Debtor-in-possession financing”, en ADLER, B. (dir.), *Research handbook on Corporate Bankruptcy law*, Edward Elgar, Nueva York, pp. 1- (revisado en version electronica).

VAQUERIZO, A. (2019), “La protección de los créditos derivados de la financiación nueva (“fresh money”) en las reestructuraciones preconcursales”, BERMEJO GUTIÉRREZ, N., MARTÍNEZ FLOREZ, A. y RECALDE CASTELLS, A., *Las reestructuraciones de las sociedades de capital en crisis*, Civitas, Cizur-Menor.

VILLENA CORTÉS, F. B. y NIETO DELGADO, C. (2014), “Capitalización de deuda y calificación concursal tras el Real Decreto-Ley 4/2014”, *Diario La Ley*, nº 8357.

WEIJS, R., BALTJES, M. (2018), “Opening the door for the opportunistic use of interim financing: a critical assessment of the EU draft Directive on preventive restructuring frameworks”, *International Insolvency Review*, vol. 27

ZUMBRO, PAUL H. (2016), “DIP and Exit Financing Trends and Strategies in a Changing Marketplace”, en AA.VV. *Debtor-in-Possession Financing and Exit Financing*, Thomson Reuters/Aspatore Books, Nueva York, (revisado en version electronica).