

## Opinión legal

# El sacrificio desproporcionado: últimas tendencias jurisprudenciales

**Antonio Miguel CÁNEVA LOBATO**

*Abogado del Área Mercantil de Broseta*

### FICHA TÉCNICA

**Resumen:** *Tras su novedosa irrupción en nuestro ordenamiento jurídico en el año 2011, el sacrificio desproporcionado, como límite frente a los efectos que pueden imponerse a los acreedores disidentes de un acuerdo de refinanciación sometido a homologación judicial, ha ido perfilándose por autores y jueces, fundamentalmente mediante su análisis desde tres perspectivas: el carácter necesario del sacrificio exigido al acreedor disidente para permitir la continuidad de la actividad empresarial, el papel que la cuota hipotética de recuperación supone para dicho sacrificio y la comparación de la situación en la que queda el acreedor disidente en relación con otros acreedores de su misma categoría.*

**Palabras clave:** Acuerdos de refinanciación, homologación judicial, sacrificio desproporcionado.

**Abstract:** *After its innovative introduction in our legal system in 2011, the disproportionate sacrifice, as a limit on the effects that can be imposed on dissenting creditors of a refinancing agreement subject to judicial approval, has been shaped by authors and courts, mainly through its analysis from three perspectives: the necessary character of the sacrifice demanded from the dissident creditor to allow the continuity of the business activity, the role that the hypothetical recovery quota implies for said sacrifice and the comparison of the situation in which the dissident creditor remains in relation to other creditors of the same category.*

**Keywords:** Refinancing agreements, judicial homologation,

disproportionate sacrifice.

## I. Introducción

La situación de crisis económica vivida en España desde 2008 puso de manifiesto, entre otras cuestiones, que las herramientas previstas en la Ley Concursal no eran suficientes para afrontar las situaciones de dificultades financieras atravesadas por un elevado número de empresas en nuestro país.

La situación antedicha hizo necesario realizar una profunda renovación de la Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal (la «**Ley Concursal**»), reflejada en numerosas modificaciones, que permitiese la correcta evolución y adaptación del sistema a una nueva realidad.

Recordemos que la Exposición de Motivos de la Ley Concursal se refería al convenio como la solución «*normal*» del concurso y que dicho convenio podía cumplir «(l)a finalidad de conservación de la actividad profesional o empresarial del concursado (...) (a)unque el objeto del concurso no sea el saneamiento de empresas, un convenio de continuación puede ser instrumento para salvar las que se consideren total o parcialmente viables, en beneficio no sólo de los acreedores, sino del propio concursado, de los trabajadores y de otros intereses». No obstante, seguía subyaciendo el principio de maximización de beneficio de los acreedores como base del sistema.

Sin embargo, el hecho de que la solución teóricamente «normal» haya resultado excepcional en la práctica (recordemos que, de media, más del noventa por cien de los concursos finalizan en liquidación) impulsó medidas tendentes a la búsqueda de soluciones preconcursales o paraconcursales. Esta tendencia se inició tímidamente con la introducción de los acuerdos de refinanciación protegidos en virtud del Real Decreto-ley 3/2009, de 27 de marzo, de medidas urgentes en materia tributaria, financiera y concursal ante la evolución de la situación económica (el «**RDL 3/2009**»); y rápidamente cobró fuerza hasta orientar los esfuerzos del legislador a incorporar en la legislación concursal el principio de conservación de empresas, siguiendo la tendencia europea de los últimos años plasmada en la Recomendación de la Comisión de 12 de marzo de 2014 sobre un nuevo enfoque frene a la insolvencia y el fracaso empresarial (la «**Recomendación**»), que en su Considerando 1 establece: «El objetivo de la presente Recomendación es garantizar que las empresas viables con dificultades financieras, cualquiera que sea su ubicación en la Unión, tengan acceso a unos marcos nacionales de insolvencia que les permitan reestructurarse en una fase temprana con el fin de prevenir la insolvencia y, por lo tanto, maximizar su valor total para los acreedores, los empleados y los propietarios, así como para el conjunto de la economía.»

En otros términos, se trata de crear un marco que permita a empresas viables desde el punto de vista operativo superar en una fase temprana las dificultades financieras que puedan atravesar con el objetivo de permitir la continuidad de su actividad empresarial, con las consecuencias positivas que lleva aparejadas para los distintos agentes relacionados con la empresa y para la economía en general.

En este contexto evolutivo, las diversas leyes que operaron las reformas de la Ley Concursal introdujeron figuras jurídicas desconocidas hasta la fecha para nuestro ordenamiento jurídico como los acuerdos de refinanciación, la homologación judicial y el sacrificio desproporcionado.

De este modo, el ya mencionado RDL 3/2009 incorporó una Disposición Adicional Cuarta a la Ley Concursal que reguló los acuerdos de refinanciación protegidos de la rescisión concursal, esto es, aquellos acuerdos en virtud de los cuales «se proceda, al menos, a la ampliación significativa del crédito disponible o a la modificación o extinción de sus obligaciones, bien mediante prórroga de su plazo de vencimiento o el establecimiento de otras contraídas en sustitución de aquéllas, siempre que respondan a un plan de viabilidad que permita la continuidad de la actividad profesional o empresarial en el corto y medio plazo».

Posteriormente, la Ley 38/2011, de 10 de octubre, de reforma de la Ley Concursal (la «**Ley 38/2011**») trasladó al artículo 71.6 la regulación de los acuerdos de refinanciación protegidos e introdujo en la Disposición Adicional Cuarta la regulación de la homologación judicial a través de la cual se dotó a los acuerdos de refinanciación que hubieran alcanzado una determinada mayoría de entidades financieras de un «escudo protector» frente a las acciones de reintegración concursal, de una parte, y de la posibilidad de extender efectos a los acreedores disidentes, de otra parte.

Tal extensión de efectos, que inicialmente por *mor* de la Ley 38/2011 se circunscribió a los acreedores sin garantía real y por un plazo de espera máximo de tres años durante el cual se paralizaban las ejecuciones singulares contra los deudores instados por los acreedores disidentes, introdujo una excepción al principio de relatividad de los contratos consagrado en el artículo 1.257 del Real Decreto de 24 de julio de 1889 por el que se publica el Código Civil (el «**Código Civil**») por cuanto producía efectos obligacionales para partes diferentes de los otorgantes y de sus herederos. Dicha norma excepcional necesitaba un límite que otorgase protección a los terceros afectados por un acuerdo del que no habían sido parte, límite que fue incorporado por el legislador mediante el concepto de sacrificio desproporcionado (1) .

El legislador español optó por no incluir una definición legal de sacrificio desproporcionado de modo que tal concepto ha sido, hasta la fecha presente, objeto de construcción doctrinal y jurisprudencial. Sin perjuicio de ello, en los próximos meses deberemos prestar atención a diferentes iniciativas legislativas, como la Propuesta de Real Decreto Legislativo por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley Concursal, de 6 de marzo de 2017, redactado por la Ponencia Especial de la Sección de derecho mercantil de la Comisión General de Codificación (la «**Propuesta de Texto Refundido de la Ley Concursal**») y la Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo, de 22 de noviembre de 2016, sobre marcos de reestructuración preventiva, segunda oportunidad y medidas para aumentar la eficacia de los procedimientos de condonación, insolvencia y reestructuración (la «**Propuesta de Directiva**»), que prevén la positivización del sacrificio desproporcionado en nuestro ordenamiento.

Volviendo a los orígenes del sacrificio desproporcionado en el ordenamiento jurídico español, el legislador dispuso inicialmente que fuese el propio juez de lo mercantil competente de conocer la homologación judicial del acuerdo de refinanciación el que analizase de oficio la inexistencia de sacrificio desproporcionado para los acreedores disidentes (y ello sin perjuicio de la posibilidad de impugnación de los acreedores disidentes una vez emitido el auto de homologación judicial), circunstancia que podría encontrar su sentido en los efectos limitados susceptibles de extensión a los acreedores no firmantes (*vid...* supra pág. 2). Posteriormente, la reforma de la Disposición Adicional Cuarta operada en virtud del Real Decreto-ley 4/2014, de 7 de marzo, por el que se adoptan medidas urgentes en materia de refinanciación y reestructuración empresarial (el «**RDL 4/2014**») modificó drásticamente esta materia al alterar, por un lado, el ámbito objetivo de los efectos extensibles (se amplió a medidas de reestructuración tales como quitas, esperas, conversión de deuda en préstamos participativos o en acciones o participaciones del capital social de la sociedad deudora o cesiones en pago o para pago (2) ), y por otro lado, el ámbito subjetivo de forma que los acreedores susceptibles de ser afectados por la homologación dejaron de ser exclusivamente aquellos sin garantía real para englobar también, sometido a la consecución de unas mayorías reforzadas, a los acreedores que gocen de dicho privilegio (3) . En este sentido, es reveladora la Exposición de Motivos del RDL 4/2014 donde se establece la obligación de los poderes públicos de adoptar medidas favorecedoras del alivio de carga financiera o «desapalancamiento» de empresas viables desde el punto de vista operativo pero con dificultades financieras, con el fin de que la deuda remanente sea soportable y pueda continuar operando en el tráfico, frente a la alternativa de la liquidación de la empresa en su conjunto.

Dada la complejidad de la nueva regulación, el legislador, con un criterio acertado, trasladó la carga de probar la existencia del sacrificio desproporcionado, ahora regulado en el apartado séptimo de la Disposición Adicional Cuarta (4) , a los acreedores disidentes. La reciente Sentencia del Juzgado de lo Mercantil núm. 2 de Sevilla de 25 de septiembre de 2017 lo explica de forma clara y concisa cuando dice: «(...)puesto que lo que se realizó en el auto de homologación fue un control de la razonabilidad aparente, al no ser posible al juzgador ir más allá por la falta de conocimientos técnicos y económicos suficientes, serán los dictámenes periciales aportados y las

explicaciones ofrecidas por los peritos firmantes de los mismos los que permitirán sobrepasar ese control formal y conocer si el plan es realizable (atendiendo a sus bases) y si es razonable (atendiendo a sus conclusiones), y si, por tanto, será probable la continuidad de la actividad de cada una de las nueve sociedades respecto de las que tal circunstancia se discute.»

En otras palabras, deberán ser los acreedores disidentes los que aporten las periciales oportunas para facilitar al juez la complementación de sus conocimientos técnicos y económicos y la creación de una opinión formada que le permita determinar si el sacrificio exigido a los disidentes ha sido o no desproporcionado.

Una vez establecido el marco en el que opera el concepto de sacrificio desproporcionado, procedamos a continuación a su análisis.

## II. Análisis del concepto de sacrificio desproporcionado

Como hemos comentado anteriormente, el legislador no ha incluido hasta la fecha presente una definición legal de sacrificio desproporcionado por lo que nos hallamos en el terreno propio de un concepto jurídico indeterminado y, como tal, debemos acudir, para su construcción y delimitación, a la opinión de los autores y a las resoluciones judiciales, con la dificultad añadida de que los autos de homologación judicial solo realizan un control de formalidad sobre el cumplimiento de los requisitos necesarios para la homologación de un acuerdo de refinanciación sin entrar en el fondo del asunto, de modo que el desarrollo jurisprudencial se limita a las sentencias resolutorias de las impugnaciones presentadas por los acreedores disidentes.

Asimismo, no debe olvidarse que la evolución normativa en España de las reestructuraciones de empresas no ha sido un proceso aislado sino enmarcado en un movimiento europeo de forma que la Recomendación ha jugado un papel fundamental a la hora de cohesionar nuestro incipiente marco legal de reestructuraciones de empresas y ha servido de inspiración a autores y jueces a la hora de abordar los nuevos conceptos recogidos en nuestro ordenamiento, incluido, como no podía ser de otra manera, el sacrificio desproporcionado.

Finalmente, también debe tenerse presente que si algo nos ha demostrado la regulación del marco normativo de reestructuraciones de empresas es el continuo cambio al que está sometido en la búsqueda de las herramientas idóneas para permitir la reestructuración de empresas en una fase temprana, con las consecuencias positivas que la continuidad de la actividad empresarial tienen para mantenimiento del empleo y de las relaciones con proveedores, clientes y administraciones públicas y, en general, para el conjunto de la economía. En este sentido, tanto en el plano español como en el plano europeo se están fraguando normativas (*vid...* supra pág. 2) que permitirán dar un paso más en la consolidación del marco legal de reestructuración de empresas y en la consecución del objetivo de la preservación del tejido empresarial.

Para efectuar el análisis del sacrificio desproporcionado, partiremos en este trabajo de la diferenciación establecida por la Sentencia del Juzgado de lo Mercantil núm. 2 de Sevilla de 25 de septiembre de 2017 (segunda sentencia ABENGOA) donde se establece que para medir la proporcionalidad del sacrificio debe atenderse al carácter necesario y equitativo del mismo. Atendiendo al tenor literal de la mencionada sentencia, «el carácter necesario debe predicarse respecto del objetivo perseguido, es decir, la continuidad de la empresa, de modo que habrá de acreditar la parte impugnante, o bien, que a pesar de la extensión de los efectos del acuerdo no se produciría tal continuidad, o bien, que la misma se alcanzaría sin la referida extensión.»; por su parte, «el carácter equitativo (...) debe analizarse tanto desde el prisma de la variación de la propia situación del acreedor financiero como desde el de la modificación de la correlación entre su posición y la de otros acreedores.»

En definitiva, abordaremos en este trabajo, tal y como lo han hecho con anterioridad algunos autores (5), las siguientes tres perspectivas del sacrificio desproporcionado:

**(i)** El análisis sobre si el plan de viabilidad permite la consecución del objetivo perseguido, esto es, la continuidad de la actividad empresarial y profesional en el corto y medio plazo, y si el sacrificio exigido es el necesario para lograr dicho objetivo. El incumplimiento de alguno de los corolarios anteriores determinaría la inexistencia del carácter necesario del sacrificio

exigido y, por lo tanto, su desproporción.

(ii) La comparación de la posición del acreedor antes y después del acuerdo de refinanciación, de modo que el empeoramiento de la situación real del acreedor tras el acuerdo de refinanciación supondría vulnerar la primera derivada del carácter equitativo que debe predicarse respecto del sacrificio exigido.

(iii) La comparación de la posición en la que quedan unos y otros acreedores como consecuencia del acuerdo sobre la base de que acreedores semejantes deben recibir el mismo trato. Dicho análisis será complementado con el principio previsto en algunas sentencias (6) consistente en que no se puede dispensar peor trato a los acreedores de rango preferente frente a los de rango inferior. El incumplimiento de lo anterior, en cualquier de sus vertientes, llevaría aparejado el quebrantamiento de la segunda derivada del carácter equitativo del sacrificio exigido.

## 1. Carácter necesario del sacrificio exigido: la viabilidad de la empresa

Tal y como dispone el artículo 71 bis de la Ley Concursal, los acuerdos de refinanciación deben responder a un «un plan de viabilidad que permita la continuidad de la actividad profesional o empresarial en el corto y medio plazo». Por su parte, la Recomendación tiene como uno de sus objetivos «animar a los Estados miembros a establecer un marco que permita la reestructuración eficiente de las empresas viables con dificultades financieras.» Finalmente, la Propuesta de Directiva, como no podía ser de otra manera, establece en su Considerando 1 que «la Directiva pretende eliminar tales obstáculos logrando que las empresas viables que atraviesan dificultades financieras tengan un acceso efectivo a los marcos nacionales de reestructuración preventiva que les permitan seguir operando.»

En definitiva, como muestran los cuerpos normativos nacionales y comunitarios mencionados, la refinanciación de la deuda de empresas en crisis está indisolublemente ligada a la existencia de un plan de reestructuración que permita actuar en una fase temprana con la finalidad de impedir la insolvencia del deudor y permitir la continuidad de su actividad empresarial.

Ahora bien, la utilización de los instrumentos provistos por la legislación para superar las dificultades financieras de una empresa en crisis no puede suponer, en ningún caso, una carta blanca para el deudor y los acreedores favorables a la reestructuración que les permita imponer ciertas condiciones abusivas a los disidentes minoritarios. Como cara opuesta de la moneda, la reestructuración, con los límites previstos en la legislación, debe evitar que los disidentes minoritarios puedan tener comportamientos oportunistas basados en su posición de fuerza que les permita imponer sus condiciones a la mayoría. En la búsqueda de un necesario equilibrio entre el objetivo de la continuidad de la actividad empresarial y la protección de los acreedores, la Recomendación establece en su Considerando 16 que «la confirmación del plan de reestructuración por un órgano jurisdiccional es necesaria para **garantizar que la reducción de los derechos de los acreedores es proporcional a las ventajas de la reestructuración y que los acreedores disfrutan de la tutela judicial efectiva**, dentro del pleno respeto de la libertad de empresa y del derecho de propiedad reconocidos en la Carta de los Derechos Fundamentales de la Unión Europea» (la negrita es añadida).

En línea con lo anterior, la Sentencia del Juzgado de lo Mercantil núm. 2 de Bilbao de 23 de julio de 2015 (asunto EROSKI) dejó entrever que podría existir un sacrificio desproporcionado para el acreedor disidente que se viera sometido a «un acuerdo de refinanciación abocado al fracaso desde el inicio», si bien finalmente estableció que la mera incertidumbre sobre el cumplimiento del plan de viabilidad o sobre el tratamiento que recibiría la deuda remanente al finalizar el período del plan no permitía entender que existiera dicho sacrificio desproporcionado.

Posteriormente, algunas sentencias resolutorias de las impugnaciones presentadas contra el auto de homologación judicial de acuerdos de refinanciación se ocuparon de forma residual de la ausencia de viabilidad (*vid...* Sentencia del Juzgado Mercantil núm. 10 de Barcelona de fecha 29 de noviembre de 2016, asunto FCC), no siendo hasta la ya mencionada segunda sentencia de ABENGOA donde encontramos un análisis exhaustivo de la conexión entre la viabilidad de la empresa y la proporcionalidad del sacrificio exigido a los acreedores.

El juez del caso ABENGOA resuelve en su sentencia la alegación de sacrificio desproporcionado

presentada por diferentes acreedores disidentes sobre la base de las dos siguientes argumentaciones: (i) la falta de viabilidad de las sociedades deudoras de modo que el sacrificio exigido devendría estéril y (ii) el hecho de que para la continuidad de la actividad empresarial bastarían, en su caso, los términos de reestructuración alternativos (7) previstos en el acuerdo de refinanciación y no los términos de reestructuración estándar (8) extensibles a los disidentes, más gravosos en cuanto a quitas y calendario de pagos, por lo que el sacrificio exigido sería superior al necesario.

Antes de abordar la resolución de las impugnaciones, el juez del caso ABENGOA se plantea una serie de preguntas: (i) ¿qué es lo que tiene que ser viable?; (ii) ¿qué grado de certidumbre ha de concurrir?; (iii) ¿hasta qué momento debe abarcar dicho grado de certidumbre?; y (iv) ¿de quién ha de predicarse la viabilidad?

Su estudio, que realizamos a continuación, resulta de gran interés a la hora de delimitar el concepto de empresa viable en el marco de un acuerdo de refinanciación y su conexión con el sacrificio desproporcionado.

### **A. ¿Qué es lo que tiene que ser viable?**

La segunda sentencia de caso ABENGOA establece que la viabilidad no hace referencia a «la idea de sociedad, como conjunto organizado de personas para conseguir un fin común, sino a la idea de empresa, como unidad de organización dedicada a actividades industriales, mercantiles o de prestación de servicios con fines lucrativos.» Comparto la opinión del juez cuando establece que ello es así soportado en que «el centro de atención lo constituye la actividad empresarial», tal y como se ha puesto de manifiesto en diversas ocasiones en el presente trabajo.

El juez concluye estableciendo que la excepcionalidad de la medida, *i.e.* la irrevocabilidad del acuerdo de refinanciación en caso de concurso del deudor refinanciado y la ruptura del principio de relatividad contractual, solo puede fundamentarse desde la óptica de la consecución del bien mayor perseguido por la norma, esto es, la continuidad de la actividad empresarial y no meramente desde la perspectiva de supervivencia y no disolución de la sociedad.

### **B. ¿Qué grado de certidumbre ha de concurrir?**

En relación con el grado de certidumbre, el juez establece que no debe realizarse un análisis sobre la posible (o imposible) continuidad de la actividad empresarial sino que lo relevante será que la probabilidad de que continúe la actividad empresarial supere a la probabilidad de que no lo haga. En este contexto, respecto del artículo 71 bis de la Ley Concursal que exige que el plan de viabilidad que sustenta el acuerdo de refinanciación «permita la continuidad de la actividad profesional o empresarial», el juez interpreta que «no se está pretendiendo que ello [la continuidad de la actividad empresarial] sea posible (es decir, que no sea imposible), sino que sea razonable entender que se producirá.»

Como complemento de lo anterior, dispone que el análisis de la razonabilidad de la continuidad de la actividad empresarial requiere un examen previo sobre el carácter realizable de las hipótesis y premisas contenidas en el plan de viabilidad, en función de las pericias practicadas por las partes por carecer el juez de los conocimientos necesarios, que permitan superar el control de razonabilidad aparente realizado por el juez a la hora de analizar el cumplimiento de los requisitos formales para la homologación judicial y lo convierta en una razonabilidad real y probable (desde la perspectiva del deudor y los acreedores firmantes) o irreal e improbable (desde la óptica de los acreedores disidentes).

En resumen, en el caso de que las hipótesis y premisas con base en las cuales se ha construido el plan de viabilidad no permitiesen concluir la razonabilidad (entendida como probabilidad) de la continuidad de la actividad empresarial, entonces el sacrificio exigido a los acreedores será desproporcionado.

### **C. ¿Hasta qué momento debe abarcar dicho grado de certidumbre?**

De conformidad con lo previsto en el propio artículo 71 bis de la Ley Concursal, el horizonte temporal sobre el que se proyecta la continuidad de la actividad empresarial es el corto y medio plazo.

El juez se plantea si se precisa la viabilidad actual de la sociedad o si es suficiente que se proyecte a partir del corto plazo, esto es, a partir de un año, de acuerdo con la definición prevista en el Real Decreto 1514/2007, de 16 de noviembre, por el que se aprueba el Plan General Contable (el «PGC»). Se trata de dilucidar, en otros términos, si la sociedad, además de una reestructuración financiera, requiere una reestructuración operativa que le permita ser viable transcurrido el plazo de un año.

El juez concluye que, sin perjuicio de lo establecido en la Recomendación que únicamente se refiere a empresas viables, la Ley Concursal no establece ninguna limitación al respecto por lo que la falta de viabilidad presente del deudor no es óbice para que el plan de viabilidad se sustente tanto en la reestructuración financiera como en la reestructuración empresarial.

Comparto la opinión del juez ya que, como se menciona en la propia sentencia, la tendencia comunitaria parece seguir dicho camino tal y como se desprende de lo previsto en la Propuesta de Directiva que en su artículo 4.1 dispone que «los Estados miembros se cerciorarán de que, cuando exista riesgo de insolvencia, los deudores con dificultades financieras tengan acceso a un marco de reestructuración preventiva eficaz que les permita reestructurar sus deudas o empresa, restablecer su viabilidad y evitar la insolvencia». Es decir, el legislador comunitario parece estar pensando no solo en el saneamiento financiero de la empresa sino también en el restablecimiento de su viabilidad, por ser inexistente en la actualidad, y en la reestructuración empresarial.

#### **D. ¿De quién ha de predicarse la viabilidad?**

Partiendo de la base de que un grupo de sociedades carece de personalidad jurídica y como tal no tiene activo ni pasivo ni puede ser sujeto de derechos y obligaciones en el marco de relaciones jurídicas, el juez concluye que la viabilidad ha de predicarse de cada sociedad individualmente considerada y que, en consecuencia, no puede permitirse que un acreedor, que solo tiene acción contra el patrimonio de su deudor, acabe soportando un sacrificio para que otras sociedades del grupo, respecto de las cuales no tiene acción, puedan beneficiarse.

Como aspecto práctico, el juez establece que no es ineludible realizar tantos planes como sociedades integran el grupo sino que lo realmente necesario es que del plan de viabilidad, si es único, se desprenda la viabilidad de cada sociedad individualmente considerada.

Es conveniente señalar en este punto que en la legislación española actual nada se dice sobre el contenido que debe incluir un plan de viabilidad. Es previsible que dicha carencia sea paliada próximamente en nuestra legislación a la vista de lo establecido en el artículo 8 de la Propuesta de Directiva que prevé la información mínima que deberá contener un plan de reestructuración y la obligación de los Estados miembros de facilitar un modelo con dicha información mínima que pueda consultarse en Internet, sin perjuicio de que su uso será facultativo para las partes implicadas.

Una vez desarrollado el escenario en el que debe medirse la viabilidad de la empresa en relación con el sacrificio desproporcionado, el juez resuelve los recursos planteados por los acreedores disidentes.

En primer lugar, en relación con la falta de viabilidad de las sociedades deudoras alegada, se resuelve, con base en los informes periciales aportados, que la viabilidad puede predicarse de la sociedad matriz pero no de las sociedades filiales. En consecuencia, el sacrificio exigido a los acreedores en relación con las sociedades filiales es innecesario puesto que es improbable la consecución del fin perseguido por la norma, esto es, la continuidad de la actividad empresarial de dichas sociedades filiales.

Es conveniente en ese punto hacer referencia al artículo 10.1 de la Propuesta de Directiva que establece que «los Estados miembros velarán por que los órganos jurisdiccionales o las autoridades administrativas puedan negarse a confirmar un plan de reestructuración en caso de que dicho plan no ofrezca ninguna perspectiva de evitar la insolvencia del deudor o de garantizar la viabilidad de la empresa.» La incorporación de dicha regulación a nuestro ordenamiento supondría la positivización, al menos en parte, del carácter necesario de sacrificio exigido predicado respecto del objetivo de continuidad de la actividad empresarial.

En segundo lugar, respecto de la posible continuidad de la actividad empresarial sin la aplicación del régimen de términos de reestructuración estándar previsto para los acreedores disidentes,

como alternativa al régimen de términos de reestructuración alternativos previsto para los acreedores firmantes del acuerdo de refinanciación, el juez concluye, a la vista de las periciales presentadas, que para garantizar la continuidad de la actividad empresarial bastaba con los términos de reestructuración alternativos, más beneficiosos, por lo que la imposición de los términos de reestructuración estándar, más gravosos, a los acreedores disidentes era innecesario. En consecuencia, el sacrificio exigido a los acreedores disidentes fue desproporcionado al no ser el estrictamente necesario.

El juez concluye que la inclusión de una dualidad de regímenes fue utilizado como mecanismo incentivador para los acreedores dado que los términos de reestructuración alternativos requerían la sustitución de los antiguos instrumentos de pasivo por otros nuevos, con distintos deudores y garantías, tal y como se puso de manifiesto por algún testigo y por las propias deudoras y acreedores firmantes del acuerdo de refinanciación en sus escritos de oposición. En definitiva, el establecimiento de dos regímenes perseguía la obtención de adhesiones suficientes al acuerdo de refinanciación pero los términos de reestructuración estándar previstos para los acreedores disidentes no eran necesarios para lograr la continuidad de la actividad empresarial, habiendo bastado exigir, tal y como fue corroborado por testigos y peritos, con la aplicación de las medidas previstas en los términos de reestructuración alternativos.

En relación con la posibilidad de incluir regímenes diferentes dentro de un acuerdo de refinanciación, me remito a la sección 2.3 del presente trabajo.

Por otra parte, el juez responde asimismo a los deudores que habían alegado que el valor correspondiente al crédito de los acreedores disidentes tras la quita practicada era superior al valor que hubiera correspondido a los acreedores en un escenario de liquidación, estableciendo que la cuota hipotética de liquidación o de recuperación (*vid... infra* sección 2.2) debe operar como un límite mínimo infranqueable, es decir, como la quita máxima que puede exigirse a los acreedores para obtener la continuidad de la actividad empresarial. Ahora bien, la quita máxima no significa que sea la quita necesaria ya que la quita aplicable deberá ser ni más ni menos que la quita necesaria para conseguir el objetivo de la continuidad de la empresa.

Sobre la base de lo anterior, el juez nos aporta un corolario que resultará de gran utilidad en el futuro a la hora de abordar procesos de reestructuración de empresas: «Si la quita necesaria supera la quita máxima, el sacrificio exigido será desproporcionado (...), pero también lo será si la quita exigida es superior a la necesaria, ya que se estaría imponiendo al acreedor financiero un sacrificio mayor del que requiere la consecución del objetivo tutelado por la Ley, que es la continuidad empresarial.»

En conclusión, el sacrificio exigido a los acreedores en el marco de la reestructuración deberá ser ni más ni menos que el necesario para permitir la continuidad de la actividad empresarial del deudor.

## 2. Cuota hipotética de liquidación

Tal y como ha sido puesto de manifiesto en repetidas ocasiones por la doctrina (9) y la jurisprudencia (10), el sacrificio desproporcionado debe medirse, además de por los otros baremos objeto de análisis en este trabajo, a partir de la regla contenida en el apartado 22 c) de la Recomendación que reza: «el plan de reestructuración no limita los derechos de los acreedores discrepantes más de lo que cabría razonablemente esperar en ausencia de reestructuración, en caso de que el deudor haya liquidado o vendido el negocio como empresa en funcionamiento, según el caso». En otras palabras, existirá sacrificio desproporcionado cuando el valor de los créditos de los acreedores como resultado del acuerdo de refinanciación resulte ser inferior al valor que dichos créditos habrían tenido en un escenario de liquidación concursal.

No obstante, este principio había sido poco utilizado hasta la fecha. La primera sentencia que analizó el criterio descrito en el párrafo anterior fue la Sentencia del Juzgado Mercantil núm. 10 de Barcelona de fecha 29 de julio de 2014 (asunto PETROMIRALLES, primera sentencia dictada tras la entrada en vigor del RDL 4/2014), pero desechó su utilización para centrarse en otros criterios. Tampoco fue usado este criterio en otras sentencias como la ya mencionada del asunto EROSKI.

No es hasta la ya mencionada sentencia del asunto FCC en que se realiza un análisis riguroso

de la relevancia de la cuota hipotética de liquidación para resolver la impugnación presentada por algunos acreedores disidentes con base en el motivo de que «el sacrificio que se exige a los impugnantes conlleva un perjuicio económico para sus créditos que sería superior a lo que cabría razonablemente esperar en comparación con otros escenarios posibles como una liquidación o en un escenario de venta de unidades productivas». El juez terminó desestimando la pretensión de los impugnantes dado que los informes periciales no probaron que un escenario de liquidación hubiera sido más beneficioso que la reestructuración de la deuda. A similar conclusión llegó la sentencia del Juzgado Mercantil núm. 1 de Valencia de fecha 24 de enero de 2017 (asunto SECOPSA).

Pero sin duda, el análisis más exhaustivo e interesante en esta materia ha sido el realizado en la segunda sentencia de ABENGOA, que estudiaremos a continuación.

Al igual que en el análisis de la viabilidad (*vid...* supra sección 2.1), el juez, con carácter previo a enfrentarse a la resolución de las impugnaciones relativas a la cuota hipotética de liquidación, establece unas nociones generales que delimitan el marco en el que debe efectuarse su examen.

### **A. ¿Debe operar la cuota hipotética de liquidación como un límite infranqueable?**

El juez insiste en la afirmación de que la cuota hipotética de liquidación debe operar como un límite infranqueable en relación con la quita máxima aplicable de modo que sobrepasado dicho límite, el sacrificio que se estaría exigiendo a los acreedores disidentes supondría un sacrificio desproporcionado. Tal y como se ha puesto de manifiesto al inicio de este apartado, dicha afirmación no es sino el reflejo de lo previsto en el apartado 22.c) la Recomendación.

### **B. ¿Cuál debe ser su limitación desde una perspectiva cuantitativa y temporal?**

Desde la perspectiva cuantitativa, establece el juez que debe realizarse un juicio probabilístico del importe que razonablemente obtendría el acreedor en ausencia de homologación atendiendo a las circunstancias específicas del caso, esto es, «qué sucedería ante la ausencia de homologación (no solo ante la ausencia de extensión de los efectos al concreto impugnante) y cuál habría sido el porcentaje previsible de satisfacción del crédito del impugnante».

Desde la perspectiva temporal, el juez, tras poner de manifiesto que el momento sobre el que debe realizarse el juicio es crítico por la variación que puede suponer en su cálculo, concluye que si lo que se evalúa es si la homologación judicial lleva aparejado un sacrificio desproporcionado, el momento que debe tomarse como referencia para el cálculo de la cuota hipotética de liquidación es el de solicitud de la homologación judicial por ser el preciso instante en el que se requiere la generación del sacrificio a los acreedores disidentes.

Conviene recordar en este punto que la Sentencia del asunto EROSKI, antes mencionada, consideró, atendiendo al hecho de que la refinanciación anterior había nacido inservible para resolver las dificultades financieras del deudor, que no debía atenderse únicamente al acuerdo de refinanciación objeto de homologación sino al histórico de los créditos. Comparto la opinión de la doctrina (11) en cuanto a que dicha interpretación debe ser excepcional, según el caso concreto, debiendo ser la regla general, tanto para el cálculo de la cuota hipotética de liquidación como para la comparación entre la situación en la que quedan los diferentes acreedores de la misma categoría entre sí (*vid...* *infra* sección 2.3), el cotejo de la situación creada como consecuencia de la homologación y la situación existente en el momento de solicitud de la homologación.

### **C. ¿Sobre quién debe proyectarse?**

El juez concluye que la cuota hipotética de liquidación debe proyectarse sobre el concreto deudor de cada acreedor de pasivo financiero respecto del cual se alegue el sacrificio desproporcionado, con independencia de que dicho deudor forme parte de un grupo de sociedades, lo que conduce a un examen individualizado de las sociedades deudoras de los acreedores disidentes.

### **D. ¿Sobre qué bases debe realizarse la comparación entre la situación del deudor como consecuencia de la homologación y la situación del deudor en ausencia de homologación?**

Para efectuar dicha comparación, el juez dispone que debe calcularse el valor real del crédito en

el momento de solicitud de la homologación (en ausencia de homologación), a cuyos efectos habrá de determinarse si el deudor se vería abocado a una liquidación y, en caso de producirse, si habría patrimonio suficiente, en cuyo caso el valor real del crédito coincidiría con su valor nominal, o si no lo habría, en cuyo caso se estaría en un escenario de liquidación concursal. En este último supuesto, el juez plantea las cuestiones que deben abordarse: (i) ¿Cuál sería el importe total que razonablemente podría recuperarse por la realización de los activos?; (ii) ¿cuál sería el pasivo total del deudor en el momento de distribución del metálico?; y (iii) ¿cuál sería el rango crediticio del acreedor en cuestión? Para responder a esta última cuestión, debería efectuarse una calificación concursal de todos los créditos del pasivo. El análisis se concluirá con el cálculo del valor real del crédito como consecuencia de la homologación para efectuar la comparación con la cuota hipotética de liquidación.

Una vez delimitado el marco en el que debe realizarse el análisis de la cuota hipotética de recuperación, el juez procede a resolver las impugnaciones.

Sin ánimo de realizar un análisis exhaustivo que nos conduciría necesariamente a abordar cuestiones puramente financieras como pueden ser, a título de ejemplo, la minoración que debe realizarse sobre el valor de los activos de una empresa en funcionamiento para obtener su valor de liquidación o la elección de la tasa de descuento aplicable en el método de descuento de flujos de caja, el presente estudio se centrará en los aspectos que considero de mayor interés en la construcción de la fundamentación que lleva a cabo el juez, apoyándose en los dictámenes periciales aportados por las partes, para determinar si el valor real del crédito es superior o no a la cuota hipotética de liquidación.

En primer lugar, el juez aborda la cuestión de la determinación del valor de liquidación del activo. Para ello, repasa las definiciones de valor contable, valor razonable y valor realizable recogidas en el artículo 6 del PGC para llegar a la conclusión de que ninguna de ellas se corresponde con el valor de liquidación de un activo. De hecho, el mencionado artículo, cuando define valor realizable, establece que «no tendrá en ningún caso el carácter de valor razonable el que sea resultado de una transacción forzada, urgente o como consecuencia de una situación de liquidación involuntaria.» En definitiva, el carácter forzoso de la venta de un activo, con independencia de si dicha venta es voluntaria o involuntaria, comporta necesariamente una pérdida de su valor fundamentalmente por dos motivos: (i) los costes de realización del activo y (ii) el propio carácter forzoso de la venta lo que sitúa al comprador en una posición de superioridad frente al vendedor, acuciado por la necesidad de vender, que conducirá a una oferta a la baja en comparación con la que podría haberse realizado entre partes independientes en condiciones normales de mercado.

Apunta el juez que el cálculo del valor de liquidación se ha efectuado en los informes periciales sobre la base de una contabilidad elaborada bajo el principio de empresa en funcionamiento y sugiere la posibilidad de haber efectuado una simulación bajo el principio de empresa en liquidación, de conformidad con las reglas previstas en la Resolución de 18 de octubre de 2013 del Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas, al haber asumido las partes que el destino de las sociedades deudoras, en ausencia de homologación, habría sido la liquidación. Resultará de gran interés explorar esta posibilidad con los expertos independientes encargados de la emisión de los dictámenes periciales.

Posteriormente, el juez analiza la posibilidad de realización de los activos de forma individualizada o como unidades productivas para llegar a la conclusión de que podrán transmitirse como unidades productivas aquellas que «son autosuficientes y que pueden mantenerse en el tiempo». Por su parte, no serán productivas aquellas que «precisarían financiación para que siguieran generando ingresos o, incluso, para que comenzaran a producirlos». Para determinar aquellas unidades productivas que son autosuficientes, el juez atiende al resultado de la cuenta de pérdidas y ganancias de la sociedad y concluye que serán autosuficientes aquellas unidades que hayan obtenido resultados positivos durante los tres primeros trimestres del año o que tuvieran un resultado positivo acumulado al final del tercer trimestre. En mi opinión, es una aproximación razonable aunque considero, abstrayéndome del asunto objeto de análisis, que sería conveniente realizar dicha medición en cuatro trimestres consecutivos con el objeto de dar cobertura al límite máximo del corto plazo, esto es, un año, y salvar posibles situaciones excepcionales, como puede

ser la estacionalidad de las ventas.

Continúa su análisis el juez estableciendo que el cálculo de la cuota hipotética de liquidación debe realizarse en relación con cada deudor individualmente considerado con independencia de que el perímetro de la refinanciación esté integrado por un grupo de sociedades. El juez rechaza el cálculo de la cuota hipotética de liquidación en el grupo efectuado por alguno de los peritos argumentando una aplicación incorrecta del artículo 25 de la Ley Concursal ya que, incluso en el supuesto de que se tramitaran los concursos de forma acumulada, la consolidación de la masa activa solo se produciría cuando no fuese posible deslindar la titularidad de activos, lo que no sucede en el caso objeto de examen.

Para la valoración de la unidad productiva (susceptible de transmitirse con tal por ser autosuficiente en el sentido señalado anteriormente), el juez acogió como razonable la regla de cálculo presentada por uno de los peritos sobre la base de un manual (12) que analizó una muestra de 55 adquisiciones de empresas que se acogieron al *Chapter 11* de la Ley de Insolvencia de Estados Unidos (13) entre 1983 y 1992. El mencionado manual concluyó que el valor compañía (*Enterprise Value*) en estos procesos supuso una media del 40,2 % del valor en libros de los activos de la compañía y una mediana del 59,6%, si bien el juez matizó que el cálculo debía realizarse utilizando la media (y no una media aritmética de la media y la mediana, como proponía una de las periciales) y que también sería válido aplicar dicho porcentaje sobre el valor razonable en lugar de sobre el valor en libros. Una vez más, será de gran utilidad analizar con los expertos en la materia esta alternativa u otras similares a la hora de calcular el valor de liquidación de una unidad productiva.

En relación con la valoración de las participaciones en sociedades filiales, el juez acude nuevamente al criterio de diferenciación entre unidades productivas y no productivas. Si la filial es una unidad productiva susceptible de transmisión como tal, podrá aplicarse el factor de corrección señalado directamente sobre el patrimonio neto (*equity*) de la sociedad. Ahora bien, si la filial no es una unidad productiva, el factor de corrección deberá aplicarse individualmente sobre los activos.

Una vez determinado el valor de la unidad productiva o de los activos, según el caso, el siguiente paso consistiría en concretar el importe total de los créditos con rango preferente en el entendido de que hasta que dichos créditos no hubieran sido cubiertos, no procedería el pago de los créditos de peor rango. Asimismo, debería determinarse el importe total de créditos de igual rango que el de los impugnantes y el de aquellos créditos de peor rango. Una vez determinados dichos importes, deberá restarse el importe total de los créditos con rango preferente al valor de los activos y distribuir el remanente a prorrata entre los créditos de igual rango que el del impugnante y si aún existiese remanente, a prorrata entre los créditos de peor rango que el del impugnante.

Veámoslo con un ejemplo sencillo: Si el valor de los activos en liquidación ha resultado ser 70; existe un crédito con privilegio especial por un importe de 40 habiendo sido valorado el activo objeto de la garantía de dicho crédito, en aras de la simplicidad, en 40; y existen tres créditos ordinarios por importe de 20 cada uno y un crédito subordinado por importe de 10, entonces el crédito privilegio especial se verá resarcido en 40 y, el remanente, esto es, 30, deberá ser distribuido a prorrata entre los créditos ordinarios de modo que corresponda a cada uno 10, sin que exista patrimonio restante para satisfacer el crédito subordinado. De este modo, si se exige una quita de 15 a los créditos ordinarios, puesto que el valor de su crédito pasaría a ser 5, inferior a los 10 que habría recibido en un escenario de liquidación, entonces se les estaría exigiendo un sacrificio desproporcionado.

Con el objeto de completar el análisis de la cuota de hipotética de liquidación, ahora desde la perspectiva de los acreedores privilegiados, la doctrina (14) ha establecido que los acreedores totalmente garantizados no estarían sujetos aparentemente a aceptar contra su voluntad la extensión de efectos del acuerdo de refinanciación puesto que cualquier de los efectos les situaría en peor situación que si hubieran ejecutado las garantías por *mor* del artículo 56 de la Ley Concursal. Dicho planteamiento es matizado por la sentencia PETROMIRALLES que establece que el análisis no debe abordarse únicamente desde la perspectiva de la situación en la queda el acreedor

tras la homologación en comparación con su situación en ausencia de homologación, sino que debe complementarse con la comparación del acreedor en cuestión con aquellos acreedores que se encuentran en una situación semejante. Concluye el autor su análisis sobre la cuota hipotética de liquidación de un acreedor plenamente garantizado con una regla de cálculo de dicho límite de modo que el valor del crédito de dicho acreedor no podrá ser inferior al resultado de nueve décimos el valor de su garantía real menos la pérdida esperada del valor del activo como consecuencia de la imposición de la suspensión de la ejecución de la garantía que trae consigo la homologación judicial.

Para concluir su análisis, y sin perjuicio de que no es objeto de este trabajo analizar la bondad de la tasa de riesgo utilizada para obtener los valores actualizados, el juez establece que no puede obviarse el valor temporal del dinero en el cálculo de la cuota hipotética de liquidación sobre la base del hecho empírico de que el proceso de liquidación de una sociedad o de sus activos no se realiza de forma inmediata sino que es un proceso dilatado en el tiempo. En consecuencia, debería compararse el valor actualizado del crédito en el momento de solicitud de homologación con el valor actualizado de la cuota hipotética de liquidación, de modo que si el primero resultase ser inferior al segundo existiría desproporción en el sacrificio exigido a los acreedores disidentes.

Sobre la base de todo lo anterior, se llega a la conclusión de que el valor del crédito en el momento de solicitud de la homologación es superior a la cuota hipotética de liquidación y, por ende, el sacrificio exigido a los acreedores disidentes no sería desproporcionado.

Finalmente, es conveniente señalar que el criterio comparativo examinado ha sido acogido en la Propuesta de Directiva mediante la introducción del concepto de «prueba del interés superior de los acreedores» que se define en el artículo 2 como «la prueba de que ningún acreedor discrepante se verá perjudicado por el plan de reestructuración en comparación con su situación en caso de liquidación de la empresa, sea mediante liquidación gradual o venta de la empresa en activo». En este sentido, el artículo 10.2 de la Propuesta de Directiva prevé que «los Estados miembros velarán por que las condiciones para la confirmación de un plan de reestructuración por el órgano jurisdiccional o la autoridad administrativa competente estén claramente especificadas e incluyan, como mínimo, lo siguiente: (...) b) el plan de reestructuración cumple la prueba del interés superior de los acreedores.»

Asimismo, en el ámbito doméstico, la Propuesta de Texto Refundido de la Ley Concursal dispone en su artículo 618.3 que «en todo caso, se considera desproporcionado el sacrificio si fuera diferente para acreedores iguales o semejantes así como si el acreedor que no goce de garantía real pudiera obtener en la liquidación de la masa activa una mayor cuota de satisfacción que la prevista en el acuerdo de refinanciación.»

*En definitiva, parece haberse iniciado un proceso de positivización de la regla comúnmente aceptada por doctrina (y recientemente por la jurisprudencia) consistente en que la cuota hipotética de liquidación supone un límite infranqueable respecto del sacrificio exigido a los acreedores disidentes.*

### **3. Tratamiento de los acreedores disidentes en relación con otros acreedores de la misma categoría**

Hasta ahora, hemos analizados dos perspectivas del sacrificio desproporcionado atendiendo a la relación del sacrificio exigido con la causa y finalidad del acuerdo de refinanciación (*i.e.* la reestructuración financiera de la empresa para permitir la continuidad de su actividad) y a la situación patrimonial del propio acreedor disidente antes y después de la homologación judicial. Dicho análisis debe completarse con una tercera perspectiva que compare la situación patrimonial del acreedor disidente después de la homologación judicial con la situación del resto de acreedores de su misma categoría.

En este sentido, la sentencia PETROMIRALLES estableció: «Si partimos de la base que un acuerdo de refinanciación supone sacrificios para todos los acreedores —adheridos o disidentes—, parece razonable entender que la valoración de la proporción o desproporción debiera hacerse respecto de la posición que unos y otros acreedores quedan como consecuencia del acuerdo, proporción o desproporción deben ponderarse en el marco de ese acuerdo. De ahí que deba

entenderse desproporcionado el sacrificio cuando se trate de forma desigual a acreedores que se encuentren en la misma situación, o cuando a acreedores de rango preferente se les impongan proporcionalmente mayores pérdidas que a los de rango inferior.»

Por su parte, la tantas veces referida segunda sentencia de ABENGOA ha dispuesto: «será desproporcionado el sacrificio que se demande por igual a quienes no se encuentren supuestos equivalentes o el que se exija con mayor intensidad a un acreedor respecto de otro que se encuentre en la misma situación.»

Sin perjuicio de que la regla general predicada en las referidas sentencias, citando dos por todas, es aparentemente clara, dichas sentencias han tenido que ocuparse de una serie de supuestos controvertidos. En este trabajo, nos centraremos en el supuesto de dualidad de regímenes para los acreedores firmantes del acuerdo de refinanciación y los disidentes y el de concesión de garantías únicamente a los firmantes, por ser escenarios muy habituales en la estructuración de acuerdos de refinanciación.

En relación con la posibilidad de establecer una dualidad de regímenes en un acuerdo de refinanciación, no existe *a priori* ningún impedimento (*vid...* en este sentido Auto del Juzgado de lo Mercantil núm. 7 de Barcelona de 28 de agosto de 2014, asunto COPISA; o Auto del Juzgado de lo Mercantil núm. 1 de Valencia de 20 de octubre de 2016, asunto TEJAS BORJA). No obstante, parece claro que esto será posible siempre y cuando el efecto final para los acreedores, con independencia del régimen al que se adhieran, sea equivalente de modo que no se esté imponiendo a los acreedores disidentes un sacrificio superior que al de los firmantes.

En línea con lo anterior, la segunda sentencia de ABENGOA recurre al cálculo del valor actualizado neto de los créditos para analizar el efecto financiero que se estaba imponiendo a los disidentes en comparación con los firmantes. Como se ha comentado previamente en el presente trabajo (*vid...* supra sección 2.1), el acuerdo de refinanciación del supuesto objeto de análisis preveía dos regímenes, unos términos alternativos de reestructuración para los acreedores firmantes y unos términos estándar de reestructuración para los acreedores disidentes. Pues bien, una vez calculado el valor actualizado neto de los créditos de los firmantes y los disidentes, el resultado arrojó que el valor de los créditos de estos últimos era inferior existiendo en consecuencia sacrificio desproporcionado. La comparación de los valores actualizados de los créditos de los acreedores firmantes y los acreedores disidentes supone un parámetro objetivo que permite, con carácter general, superar la utilización del porcentaje de disidencia como elemento para calificar la proporcionalidad del acuerdo de modo que cuando mayor sea la disidencia menor deberá ser la intensidad del sacrificio exigido (15). Teniendo en cuenta además que el legislador se ha limitado a establecer unas mayorías graduales que, alcanzadas, permitan extender unos u otros efectos, solo debería recurrirse a la introducción en el análisis de dicho elemento de forma excepcional y atendiendo a las circunstancias concretas del caso.

Apriorísticamente, para obtener un efecto financiero equivalente, debería aplicarse el mismo porcentaje de quita a todos los acreedores y el mismo tiempo de espera, sin perjuicio de la posibilidad de que puedan realizarse diferentes combinaciones que permitan llegar al mismo resultado (16). Ahora bien, pueden existir ciertos supuestos donde sobre la base de ciertas circunstancias fácticas podría obviarse el criterio anterior, ello sin perjuicio de que el efecto financiero no fuese el mismo. En este sentido, la sentencia PETROMIRALLES rechazó que existiese sacrificio desproporcionado en la aplicación de una quita total de los intereses de demora (no porcentual) en el entendido de que los intereses moratorios, en base a la calificación como subordinados que tendrían en un eventual concurso, serían de muy difícil satisfacción en un escenario de liquidación concursal.

Por su parte, respecto de la posibilidad de conceder garantías a los acreedores firmantes del acuerdo de refinanciación y no extender las mismas a los acreedores disidentes, la cuestión se torna más controvertida.

Como punto de partida, parece claro *prima facie* que no supondría sacrificio desproporcionado el otorgamiento de garantías para la nueva financiación o «dinero nuevo» concedido en el marco de un contrato de financiación sobre la base de que contribuyen a la consecución de la finalidad perseguida por el legislador, esto es, la continuidad de la actividad del deudor. En este sentido, la

ya mencionada sentencia PETROMIRALLES estableció que «debe considerarse razonable y proporcionado que quien adquiere nuevos riesgos, aporte más dinero o facilite nuevas líneas de crédito o avales, obtenga garantías complementarias por los mismos».

Por su parte, la segunda sentencia ABENGOA profundiza sobre la concesión de dinero nuevo que justifica un tratamiento diferenciado para una clase de créditos. El juez, para la configuración de dinero nuevo, acoge los criterios previstos en los artículos 84.2.11º y 91.6º de la Ley Concursal, esto es, «que se trate de créditos que supongan nuevos ingresos de tesorería y que hayan sido concedidos en el marco de un acuerdo de financiación». En relación con el segundo requisito, el juez establece, sobre la base de lo previsto en el RDL 4/2014 y en la Ley 17/2014, de 30 de septiembre, por la que se adoptan medidas urgentes en materia de refinanciación y reestructuración de deuda empresarial (la «**Ley 17/2014**») que debe interpretarse como aquellos acuerdos que «traigan causa en un acuerdo de refinanciación, puesto que la causa de un negocio jurídico podría encontrarse tanto en la existencia actual de un acuerdo como en la persecución del mismo.» En definitiva, lo relevante no es el elemento formal ni el temporal sino el teleológico, es decir, que persiga la finalidad buscada e incentivada por el legislador.

Ahora bien, el análisis resulta más complejo cuando la concesión de nuevas garantías, que se extiende únicamente a los firmantes del acuerdo de refinanciación, recae sobre créditos antiguos, o en otros términos, no nacidos en el marco del acuerdo de refinanciación.

En este sentido, la sentencia PETROMIRALLES era muy clara a la hora de respaldar la posibilidad de ofrecer garantías sobre los créditos antiguos solamente a los acreedores firmantes del acuerdo de refinanciación cuando establece: «Ciertamente el acuerdo de refinanciación aplica nuevas garantías a créditos anteriores a la refinanciación, estas nuevas garantías deben entenderse en el marco de la necesidad de incentivar que las entidades financieras reciban un plus por la adhesión, no tiene sentido que una entidad disidente pueda, a la postre obtener un régimen de garantías equivalente al de aquellas entidades que sí se han adherido. Con estos mecanismos se cumple con el objetivo de la Exposición de Motivos del RDL 4/2014 que pretende evitar «ciertos comportamientos oportunistas que no buscaban otro beneficio que el ligado a la sobrevaloración de un pasivo por parte del resto de acreedores que veían de este modo incrementado su propio sacrificio.»

Por su parte, la segunda sentencia ABENGOA realiza el análisis desde un punto de vista distinto al establecer que no es lo mismo sacrificio que perjuicio. En este sentido, dispone el juez que el sacrificio solo debe predicarse respecto de los efectos extendidos al acreedor disidente, es decir, la generación del sacrificio no viene provocada por el acuerdo de refinanciación en su conjunto sino por los concretos efectos que se extienden al acreedor disidente. Cuestión distinta será el perjuicio, en cuyo caso, atendiendo a que la homologación judicial del acuerdo de refinanciación le otorga blindaje únicamente frente a las acciones de reintegración del artículo 71 bis de la Ley Concursal, el acreedor disidente podrá ejercitar la «acción pauliana» del artículo 1911 del Código Civil si considera que los acreedores firmantes han actuado de forma fraudulenta. Si bien el juez no se pronuncia expresamente sobre los créditos antiguos, parece desprenderse de la interpretación descrita que la concesión de garantías únicamente a los acreedores firmantes tendría cabida en la dicotomía entre sacrificio y perjuicio.

En mi opinión, podría interpretarse que si los efectos susceptibles de extensión son los mismos (e.g. misma quita e igual espera), el valor del crédito después de la homologación judicial es superior al valor de la cuota hipotética de liquidación y el sacrificio exigido es el necesario para la finalidad perseguida, teniendo en cuenta que la empresa razonablemente continuará su actividad y consecuentemente cumplirá sus obligaciones (al fin y al cabo la reestructuración financiera persigue dicho objetivo), el sacrificio exigido a los disidentes a los que no se les conceden garantía no sería desproporcionado.

Es cierto que no puede obviarse que en un escenario concursal, los acreedores disidentes estarían en peor posición al tener sus créditos rango inferior que los créditos de los acreedores firmantes pero la reestructuración financiera no se efectúa para acabar en concurso de acreedores, sin perjuicio de que ello pueda terminar sucediendo, sino para dotar a una empresa viable desde el punto de vista operativo de una estructura financiera que le permita razonablemente, en virtud del

juicio probabilístico realizado (*vid...* supra sección 2.1), continuar su actividad empresarial y hacer frente al pago de sus obligaciones. Pero también es cierto el hecho de que los acreedores de pasivo financiero, a la hora de conceder crédito, sí analizan cuidadosamente la posición que tendrían sus créditos en caso de concurso en relación con otros acreedores, y ello con independencia de que el deudor esté o no atravesando dificultades financieras, de modo que la no extensión de garantías les dejaría en una peor situación de la que tendrían en ausencia de homologación. En definitiva, no parece haber una respuesta definitiva sobre este asunto por lo que resultará de gran interés observar la evolución de la jurisprudencia.

Finalmente, es conveniente señalar que la Sentencia PETROMIRALLES estableció que el sacrificio desproporcionado debía entenderse no solo cuando se dispensara diferente trato a acreedores en la misma situación sino también cuando «a acreedores de rango preferente se les impongan proporcionalmente mayores pérdidas que a los de rango inferior.» En este sentido, la Sentencia de FCC establece que no puede considerarse que se esté dispensando trato más beneficioso a los titulares de deuda subordinada sobre otros acreedores de rango superior sobre la base de que los titulares de deuda subordinada no estaban afectados por el acuerdo de refinanciación y que además los acreedores de rango superior vieron satisfecha parte de la deuda «poco sostenible» por contraposición a los titulares de deuda subordinada, por lo que difícilmente podría entenderse que se les estaba imponiendo mayores pérdidas que a una categoría de créditos de rango inferior.

Para concluir el análisis de la tercera perspectiva del sacrificio desproporcionado, conviene destacar una serie de novedades previstas en la Propuesta de Directiva que, en su caso, supondrían un cambio relevante en nuestro sistema de reestructuración de empresas.

Conviene recordar que el legislador español, a la hora de delimitar el ámbito de los pasivos que pueden verse afectados por un acuerdo de refinanciación de la Disposición Adicional Cuarta de la Ley Concursal, establece una doble diferenciación: en primer lugar, distingue entre acreedores de pasivos financieros y de pasivos no financieros, de modo que solo los primeros deben computarse a efectos de calcular las mayorías exigidas (17) y solo a ellos pueden extenderse los efectos del acuerdo de refinanciación homologado; en segundo lugar, dentro de la categoría de acreedores de pasivos financieros, diferencia entre créditos con garantía real y créditos sin garantía real.

Por su parte, de conformidad con lo previsto en el artículo 8.1 de la Propuesta de Directiva, el acuerdo de refinanciación no necesariamente deberá afectar a todos los acreedores de pasivo financiero sino que podrá elegirse el perímetro de refinanciación dejando ciertas categorías de créditos fuera del mismo. La delimitación del perímetro deberá motivarse en el plan de viabilidad tanto para las categorías de créditos incluidas como para aquellas excluidas, distinguiendo a estos efectos entre «partes afectadas» y «partes no afectadas».

En línea con lo anterior, el artículo 9.1 de la Propuesta de Directiva prevé que los Estados miembros deberá establecer una regulación que permita agrupar dentro de una misma clase a acreedores con derechos sustancialmente iguales de modo que todos puedan recibir el mismo trato, diferenciando, como mínimo, entre acreedores con garantía y sin garantía. En este sentido, el legislador nacional deberá valorar la conveniencia de ampliar el número de categorías, tanto en el caso de acreedores con garantía real (no es lo mismo ser acreedor con garantía hipotecaria que acreedor con garantía prendaria y dentro de este último supuesto, no es igual ser acreedor con prenda sobre acciones de una sociedad cotizada que acreedores con prenda sobre acciones de una sociedad no cotizada) como en el caso de acreedores sin garantía real (no es lo mismo conceder un préstamo personal que conceder una línea de circulante).

Por su parte, el Considerando 25 establece que «las legislaciones nacionales (...) deben contener normas que se refieran a créditos contingentes y créditos impugnados». En este sentido, será bienvenida una regulación que permita aclarar el tratamiento que deban recibir los créditos contingentes en el marco de una reestructuración financiera, especialmente en relación con los importes comprometidos en virtud de avales, tan necesarios para permitir la continuidad de la actividad de muchas empresas.

En relación con la aprobación del plan de reestructuración, el artículo 9.4 de la Propuesta de Directiva (18) establece que «Un plan de reestructuración se considerará adoptado por las partes

afectadas siempre que, en cada categoría, se alcance la mayoría del importe de sus créditos o intereses. Los Estados miembros establecerán cuál es la mayoría necesaria para la adopción de un plan de reestructuración, que no será en cualquier caso superior al 75 % del importe de los créditos o intereses en cada categoría.» Es decir, habiéndose obtenido la mayoría dentro de cada clase de acreedores formada en el perímetro de la refinanciación, el plan de reestructuración se entenderá aprobado y los efectos pactados en cada categoría serán extensibles a los acreedores disidentes de su misma categoría. Ahora bien, el legislador europeo no se detiene ahí sino que, en virtud de lo previsto en el artículo 9.6 de la Propuesta de la Directiva, prevé la posibilidad de extender los efectos aprobados a categorías disidentes, es decir, categorías incluidas en el perímetro de refinanciación pero donde no se ha obtenido la mayoría exigida para la aprobación del plan, siempre y cuando se cumplan los siguientes requisitos:

**(i)** el plan de reestructuración se ha aprobado de conformidad con el artículo 9 de la Propuesta de Directiva y se ha notificado a todos los acreedores que puedan verse afectados por él; cumple la prueba del interés superior de los acreedores (*vid...* supra apartado 2.2); y el dinero nuevo es necesario para cumplir el plan de reestructuración y no perjudica injustamente los intereses de los acreedores.

**(ii)** el plan ha sido aprobado por al menos una categoría de acreedores diferente de tenedores de participaciones o de cualquier otra clase con rango tal que, ante una tasación de la empresa, no habrían percibido retribución alguna en un escenario de liquidación.

**(iii)** el plan cumple la regla de la prioridad absoluta, esto es, la «regla por la cual una categoría discrepante de acreedores debe ser pagada íntegramente antes de que una categoría más reciente (junior) pueda recibir cualquier pago o conservar interés alguno en el marco del plan de reestructuración», tal y como se define en el artículo 2.10 de la Propuesta de Directiva.

Finalmente, es conveniente destacar que la Propuesta de Directiva prevé un mayor nivel de protección para el acreedor disidente en lo concerniente a la posibilidad de impugnación del plan de reestructuración (18). En este sentido, si el acreedor disidente impugnase el plan sobre la base del incumplimiento de la prueba del interés superior de los acreedores (cuota hipotética de liquidación), el juez conecedor de la homologación deberá fijar el valor de liquidación de la empresa. Asimismo, en el caso de que se prevea una reestructuración forzada de categorías disidentes o el impugnante alegue el incumplimiento de la regla de la prioridad absoluta, el juez deberá fijar el valor de la empresa en funcionamiento. De este modo, no tendrían que ser los acreedores disidentes los que aportasen sus dictámenes periciales sino que sería el propio juez el que debiera fijar el valor de la empresa (en liquidación o en funcionamiento, según el caso), con el apoyo de expertos independientes, en caso de ser necesario (19). Adicionalmente, el artículo 15 de la Propuesta de Directiva dispone que los Estados Miembros garanticen a los acreedores disidentes la posibilidad de recurrir la homologación de un acuerdo de refinanciación ante una instancia judicial de rango superior, de modo que si su impugnación resulta vencedora, no solo el juez sino también la Audiencia Provincial podría anular la homologación.

Sin perjuicio de que los derechos de los acreedores disidentes deben ser protegidos, considero que el doble sistema de impugnación previsto en los términos expuestos no favorecería el objetivo de la reestructuración financiera de una empresa en una fase temprana, como la propia Propuesta de Directiva (20) establece, teniendo en cuenta la dilación del proceso que puede suponer, entre otras cuestiones, la complejidad de la elaboración de los informes de valoración de empresas y el hecho de que el deudor y los acreedores favorables a la reestructuración podrían volverse demasiado conservadores a la hora de adoptar las medidas de reestructuración necesarias por temor a la impugnación de los disidentes lo que, en muchos casos, conduciría a planes no razonables para permitir la continuidad de la actividad empresarial.

### III. Conclusión

El concepto de sacrificio desproporcionado, introducido por primera vez en nuestro ordenamiento en el año 2011, ha sido perfilado hasta la fecha por las sentencias de los Juzgados de lo Mercantil que se han ocupado de resolver las impugnaciones presentadas por los acreedores

disidentes a las homologaciones judiciales de acuerdos de refinanciación.

Si bien existen aún ciertas cuestiones controvertidas, la jurisprudencia ha delimitado el concepto de sacrificio desproporcionado brindándonos las perspectivas desde las que se debe abordar su examen, a saber, el carácter necesario del sacrificio exigido al acreedor disidente para permitir la continuidad de la actividad del deudor, el límite infranqueable que la cuota hipotética de recuperación debe suponer para dicho sacrificio y la comparación de la situación en la que queda el acreedor disidente en relación con otros acreedores de su misma clase.

Finalmente, debe tenerse presente que existen procesos legislativos en marcha como la Propuesta de Texto Refundido de la Ley Concursal y la Propuesta de Directiva que prevén el reflejo de algunas de las tendencias jurisprudenciales sobre el sacrificio desproporcionado examinadas en el presente trabajo. Su plasmación definitiva en la legislación nacional supondría dotar de mayor consistencia al marco de reestructuraciones de empresas, tan importante y necesario para afrontar situaciones de crisis financiera como la vivida en los últimos años.

## Notas

- (1) FERNÁNDEZ RODRÍGUEZ, A. *El nuevo concepto de «sacrificio desproporcionado y sus implicaciones»*. Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal , Núm. 22, Sección Ponencias, 2015.
 

[Ver Texto](#)
- (2) *Vid...* Apartado 3 de la D.A. Cuarta de la Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal.
 

[Ver Texto](#)
- (3) *Vid...* Apartado 4 de la D.A. Cuarta de la Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal.
 

[Ver Texto](#)
- (4) De acuerdo con lo previsto en el apartado 7 párrafo 1º de la D.A. Cuarta de la Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal: «Dentro de los quince días siguientes a la publicación, los acreedores de pasivos financieros afectados por la homologación judicial que no hubieran suscrito el acuerdo de homologación o que hubiesen mostrado su disconformidad al mismo podrán impugnarla. Los motivos de la impugnación se limitarán exclusivamente a la concurrencia de los porcentajes exigidos en esta disposición y a la valoración del carácter desproporcionado del sacrificio exigido.»
 

[Ver Texto](#)
- (5) UGALDE, T. *Acuerdos de refinanciación: extensión de efectos a determinados financiadores y sacrificio desproporcionado. Análisis tras la Propuesta de Directiva de 22 de noviembre de 2016 y la Propuesta de Texto Refundido de la Ley Concursal*. Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal, Núm. 27, Sección Comunicaciones, Segundo semestre de 2017; PULGAR EZQUERRA, J. *Reestructuración empresarial y potenciación de los acuerdos homologados de refinanciación*. Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal , Sección Ponencias, núm. 22/2015.
 

[Ver Texto](#)
- (6) La Sentencia del Juzgado de lo Mercantil núm. 10 de Barcelona de 29 de julio de 2014 (caso Petromiralles); la Sentencia del Juzgado de lo Mercantil núm. 10 de Barcelona de 29 de noviembre de 2016 (caso FCC)
 

[Ver Texto](#)
- (7) Los términos de reestructuración alternativos preveían: (i) la posibilidad de aplicar una quita u optar por la capitalización de hasta el 70% de la deuda (o el 80% para los acreedores de dinero antiguo junior) (ii) una espera de 66 meses (para los acreedores de dinero antiguo senior) y de 72 meses (para acreedores de dinero antiguo junior) prorrogable 24 meses por decisión de la mayoría (iii) una amortización del 2% de la

deuda en el mes 60 en relación con cierto los acreedores de dinero antiguo senior y, en el supuesto de prórroga, una amortización en el mes 72 del 2% de la deuda tanto para los acreedores de dinero antiguo senior como de dinero antiguo junior y una amortización en el mes 84 del 2% para los acreedores de dinero antiguo junior, y (iv) un interés en efectivo sobre el saldo vivo del 0,25% y un interés del 1,25% que podría pagarse en efectivo o en especie, en función de la disponibilidad de efectivo de la sociedad.

Ver Texto

- (8) Los términos de reestructuración estándar del Caso Abengoa implicaban: (i) una quita del 97% (ii) una espera de 10 años con un único pago a vencimiento (*bullet*) y (iii) no devengo de interés alguno.

Ver Texto

- (9) Entre otros: UGALDE, T. *Op cit.*; CARRASCO PERERA, A. *El «valor de la garantía real» y el «sacrificio desproporcionado» en los acuerdos de refinanciación del RD Ley 4/2014*, Anuario de Derecho Concursal núm. 32/2014;

Ver Texto

- (10) Entre otras: la Sentencia del Juzgado de lo Mercantil núm. 10 de Barcelona de 29 de julio de 2014 (caso Petromiralles); la Sentencia del Juzgado de lo Mercantil núm. 10 de Barcelona de 29 de noviembre de 2016 (caso FCC); y la Sentencia del Juzgado de lo Mercantil núm. 2 de Sevilla de 25 de septiembre de 2017 (caso Abengoa segunda parte).

Ver Texto

- (11) UGALDE, T. *Op cit.*

Ver Texto

- (12) *Vid.* ESPEN ECKBO, B. *Bidding Strategies, Financing and Control: Modern Empirical Developments*, Tuck School of Business, Dartmouth College, 2010.

Ver Texto

- (13) *Vid.* United States Bankruptcy Code .

Ver Texto

- (14) CARRASCO PERERA, A. *Op cit.*

Ver Texto

- (15) *vid.* La Sentencia del Juzgado de lo Mercantil núm. 10 de Barcelona de 29 de julio de 2014 (caso Petromiralles), Fundamentación de Derecho, La concreta posición de los acreedores. «(...) Dado el porcentaje de acreedores disidentes, no puede considerarse desproporcionado el sacrificio que se les impone a quienes representan menos del 5% de los acreedores financieros; no parece proporcionado que puedan quedar en manos de dos acreedores que representan un porcentaje tan pequeño los efectos de un acuerdo de refinanciación. (...)»

Ver Texto

- (16) En este sentido, FERNÁNDEZ RODRÍGUEZ, A. *Op. Cit.*

Ver Texto

- (17) *vid.* Apartado 1 de la D.A. Cuarta de la Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal.

Ver Texto

- (18) *vid.* Artículo 13 apartados 1 y 2 de la Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo, de 22 de noviembre de 2016, sobre marcos de reestructuración preventiva, segunda oportunidad y medidas para aumentar la eficacia de los procedimientos de condonación, insolvencia y reestructuración.

Ver Texto

(19) *vid.* Artículo 13. 3 de la Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo, de 22 de noviembre de 2016, sobre marcos de reestructuración preventiva, segunda oportunidad y medidas para aumentar la eficacia de los procedimientos de condonación, insolvencia y reestructuración.

[Ver Texto](#)

(20) *vid.* Considerando 17 de la Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo, de 22 de noviembre de 2016, sobre marcos de reestructuración preventiva, segunda oportunidad y medidas para aumentar la eficacia de los procedimientos de condonación, insolvencia y reestructuración

[Ver Texto](#)