

EL GOBIERNO CORPORATIVO

DE LA EMPRESA EN CRISIS

A propósito del estatuto de los administradores
y de las normas de prelación crediticia
respecto al cambio de control
en situaciones de insolvencia empresarial

Carlos Ara Triadú

TESI DOCTORAL UPF / 2017

DIRECTORS DE LA TESI:

Dr. Pablo Salvador Coderch

Dr. Fernando Cerdá Albero

DEPARTAMENT DE DRET



A mi cómplice, por su paciencia y apoyo incondicional, a mi familia, por su ejemplo, y a mis amigos, por su lealtad.

AGRADECIMIENTOS

Agradezco el tiempo y dedicación de Pablo Salvador y Fernando Cerdá, así como la iniciativa y el apoyo de Alejandro Payá, Carlos Gómez, el departamento de derecho de la *Universitat Pompeu Fabra* y el equipo de contencioso de la oficina de Barcelona de Cuatrecasas. Agradezco también el apoyo financiero de la *Agència de Gestió d'Ajuts Universitaris i de Recerca (Generalitat de Catalunya)*. Por último, agradezco a Miguel Trías su generosidad e implicación desinteresada en el proyecto del doctorado industrial. Por supuesto, todos los errores son responsabilidad exclusiva del autor.

Resumen

Este trabajo analiza la insolvencia como un problema de gobierno corporativo que puede aparecer cuando el desequilibrio financiero reduce el valor razonable de la empresa a una cifra inferior al pasivo exigible de la sociedad. Este problema de gobierno corporativo se estudia en sede del conflicto de interés entre socios y acreedores, y desde la perspectiva del estatuto de los administradores sociales ante situaciones de cambio de control. Además de mostrar un enfoque diferente de los procedimientos judiciales de insolvencia (como catalizadores del cambio en la estructura de gobierno corporativo e incluso del cambio de control de la empresa en crisis, atendiendo a la valoración de la empresa), se aborda la coordinación entre el derecho societario y el derecho de la insolvencia en materia de gobierno corporativo. El trabajo culmina con una propuesta de reforma legislativa que se hace eco de la Propuesta de Directiva de 22.XI.2016.

Abstract

This paper analyzes insolvency from the standpoint of the corporate governance problem that may arise in financially distressed corporations when the enterprise going concern value is lower than the debt. This corporate governance problem is examined from the perspective of the conflict of interest between shareholders and creditors, as well as directors' fiduciary duties in change of control transactions. In addition to showing a different approach to insolvency proceedings (as catalyst of change of corporate governance and, depending on valuation, even of corporate control), this paper tackles coordination of corporate and insolvency law concerning corporate governance. The paper finalizes with a proposal of draft statutory reform that takes account of the Directive Proposal of November 22, 2016.

Prólogo

Este trabajo analiza la insolvencia como un problema de gobierno corporativo que puede aparecer cuando el desequilibrio financiero reduce el valor razonable de la empresa a una cifra inferior al pasivo exigible de la sociedad¹. Ante esta tesitura, el interés de los socios² en el excedente empresarial no es realizable (se hallan «*out of the money*»³). Los acreedores siempre asumen el riesgo de insolvencia empresarial en las sociedades de capital, pero en este contexto también son quienes se benefician marginalmente por la optimización en la gestión, por lo que sustituyen a los socios en su condición de inversores con incentivos más alineados con el «interés social».

La valoración de la empresa puede determinarse mediante la actualización (descuento) de la estimación de flujos de caja libres futuros o mediante la utilización de múltiplos de ciertas magnitudes (comparables). Como la empresa titularidad de la sociedad se financia con recursos propios (patrimonio neto) y ajenos (deuda –pasivo exigible–), vale también decir que el valor de la empresa es equivalente a la suma de las «inversiones» destinadas a su financiación (el valor de la participación de los socios en el capital y la deuda neta –el pasivo exigible menos el efectivo–).

Por contraposición a la valoración de la empresa, la posición del socio puede identificarse, a efectos contables, con el patrimonio neto (la diferencia entre el valor razonable de la empresa y la deuda neta). El valor razonable del interés económico del socio también puede determinarse mediante la actualización de estimaciones de

¹ El valor razonable de la empresa está llamado a ser un elemento fundamental en los procedimientos judiciales de insolvencia. A diferencia del derecho de vigor, la valoración de la empresa determinará en buena medida la viabilidad de una propuesta de acuerdo de refinanciación o de convenio, así como los derechos individuales de los acreedores disidentes. Véase, en este sentido, los artículos 8.1(b), 10.2(b), 11.1 y 13.2 de la Propuesta de Directiva de 22.XI.2016 de la Comisión Europea (2016/0359), sobre el marco legal aplicable a las reestructuraciones preventivas, mecanismos de segunda oportunidad y medidas encaminadas a la eficiencia de la reestructuración, la insolvencia y procedimientos de liberación de deudas, y de reforma de la Directiva 2012/30/EU.

² Aunque los problemas descritos afectan por igual a las sociedades anónimas y a las sociedades de responsabilidad limitada, en aras de una mayor claridad expositiva se utilizará el término «socios» para hacer referencia a estos y a los accionistas de una sociedad anónima.

³ Mediante la expresión «*out of the money*», por contraposición a «*in the money*», se hace referencia a las situaciones donde, atendiendo a la comparación entre el valor de la empresa como unidad económica en funcionamiento y el pasivo exigible, los socios o los acreedores subordinados carecen de un interés realizable frente a la sociedad, pues los acreedores de rango preferente no podrán ver satisfechos sus derechos de crédito íntegramente. La utilización de éstas y otras expresiones en inglés a lo largo del trabajo obedece a que esta terminología, acuñada y de uso común en el tráfico, atesora un significado intuitivo que no siempre puede hallarse en una palabra del lenguaje castellano. En todo caso, se ofrece una explicación en castellano de tales expresiones.

flujos de caja, descontando en este caso la estimación de dividendos futuros que pueda acordar distribuir la sociedad.

La realizabilidad del interés económico de los socios puede comprometerse porque disminuya el valor de la empresa o porque aumente el pasivo exigible de la sociedad (o por ambas razones)⁴. Aunque no siempre, puede ocurrir que el interés de los socios no sea realizable en escenarios de insolvencia. En ese caso, el valor de la empresa, como unidad económica en funcionamiento o liquidación (individualizada) de los activos, es insuficiente para atender al interés de los socios, puesto que tampoco basta para satisfacer todas las deudas de la sociedad (el valor «rompe» en la deuda y los socios están «*out of the money*»). El conflicto de interés y el potencial problema de agencia asociados a este escenario económico-financiero constituyen el objeto de análisis jurídico de este trabajo.

Naturalmente, el derecho societario apenas toma en consideración este fenómeno económico, susceptible de convertir a los acreedores en «guardianes» del interés social⁵. La estructura de gobierno corporativo incentiva la puesta en común de recursos en interés último de los socios, quienes, salvo en situaciones como la tratada en este trabajo, se benefician marginalmente de una gestión óptima de la empresa, pues la retribución de su inversión depende, en todo caso, de que haya resultado positivo. La asignación de derechos políticos a los socios se entiende bien desde esta perspectiva, ya que existe alineamiento entre sus intereses y el de la sociedad⁶

⁴ A efectos ilustrativos, sea un inmueble adquirido por un precio de 400.000 €. Para financiar la adquisición, el comprador dispone de recursos propios (100.000 €) y de un préstamo hipotecario (300.000 €). El valor del inmueble (400.000 €) representa el valor de la empresa, mientras que el valor de la posición del socio es 100.000 €. Si el titular del inmueble obtiene un nuevo préstamo hipotecario para introducir mejoras (150.000 €), el valor de la empresa puede incrementarse en mayor, menor o igual medida que el nuevo pasivo de la sociedad. Suponiendo que se invirtiera en tecnología que deviniera obsoleta (el valor de las mejoras es nulo), la sociedad tendría 450.000 € de deuda, importe que coincidiría con el valor del inmueble (que permanecería fijado en 400.000 €). Por lo tanto, el interés económico del socio, al ser el valor del inmueble inferior a la totalidad de las inversiones (500.000 €) no sería realizable frente a la sociedad. Cada euro adicional de margen incrementaría la recuperación de los acreedores, mientras que el socio sólo podría esperar un retorno de su inversión si la sociedad invirtiera en proyectos muy rentables en grado de expectativa (y, por tanto, muy arriesgados).

⁵ Véase los artículos 74.2, 240, 421.4 y 428 de la Ley de Sociedades de Capital.

⁶ Este trabajo parte de la premisa básica de la caracterización de las sociedades de capital como un ente personificado (arts. 1669 CC y 33 LSC), gestionado por un órgano de administración con deberes fiduciarios frente a la sociedad (arts. 225 y 227 LSC). Por tanto, aunque coincidan en la mayoría de las ocasiones, coexisten dos intereses diferenciados: el de la sociedad y el de los socios. Como consecuencia de su personalidad jurídica independiente, la sociedad precisa de órganos sociales para conformar su voluntad. La competencia para nombrar o separar a los administradores, así como para ejercitar la acción social recae en primer lugar sobre los socios constituidos en junta general.

(maximizar el valor empresarial de forma sostenida a medio y largo plazo⁷). La insolvencia, cuando conlleva la reducción del valor empresarial a una cifra inferior al pasivo exigible, es la excepción a la regla general. En esta situación, el estatuto jurídico de los socios (expectativa de beneficio ilimitada, pero limitación de responsabilidad)⁸ puede suscitar un conflicto de interés con los acreedores y, en la medida en que los intereses de los socios y de los administradores estén alienados, un problema de agencia. Cuando la sociedad es insolvente y los socios están «*out of the money*», los acreedores, que siempre asumen el riesgo de insolvencia empresarial en las sociedades de capital, pasan también a beneficiarse marginalmente de la gestión óptima de la empresa. Frente a ello, los socios pueden promover (acaso a través de los administradores) la inversión en proyectos con valor actual neto negativo a costa del interés económico realizable de los acreedores, cuyos incentivos, en estas situaciones de insolvencia, se alinean con el interés social.

Ahora bien, la seguridad del tráfico jurídico exige que la excepción (la insolvencia) no altere la estructura de gobierno corporativo establecida para la situación de partida con vocación de generalidad (la «bonanza económica»). No se puede hacer depender la estructura de gobierno corporativo de un hecho cambiante, sujeto al dictamen de peritos, como es la valoración de la empresa.

En el marco de una economía de mercado, la solución a este conflicto de interés (y potencial problema de agencia) debe ser primordialmente contractual. Los acreedores que deciden contratar con la sociedad deben anticipar este conflicto potencial y protegerse diligentemente frente al mismo. Sin embargo, la «solución contractual» es imperfecta. Los remedios frente al incumplimiento pueden resultar inidóneos en situaciones de insolvencia. Además, como este conflicto de interés tiene lugar en el marco de la estructura de gobierno corporativo del derecho societario⁹, los mecanismos de «*creditor governance*» pueden resultar contraproducentes ante la «amenaza» (cada vez menor) de la administración de hecho u oculta.

⁷ Sin perjuicio de las referencias oportunas a los «acuerdos abusivos» para la minoría (art. 204.1.II LSC), este trabajo parte de esta definición de interés social, acorde con el Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas (*Vid. Infra* II).

⁸ Sabido es que los socios no responden de las deudas de las sociedades anónimas o de responsabilidad limitada (a las que se hará referencia como las sociedades de capital), ya que limitan su responsabilidad a sus obligaciones de aportación al capital social.

⁹ El derecho societario atribuye la «soberanía» a los socios constituidos en junta general. Los derechos políticos incluyen el control último sobre la actuación del órgano de administración (art. 223.1 LSC).

Frente a las limitaciones de la «solución contractual», el procedimiento concursal se revela como un cauce destinado a algo más que resolver un problema de acción colectiva entre los acreedores; es decir, para protegerles de sí mismos en beneficio del común. El objeto de este trabajo es caracterizar adicionalmente al concurso como la solución judicial a este problema de gobierno corporativo cuando fracasan los mecanismos contractuales a disposición de los acreedores. Al menos teóricamente, los procedimientos judiciales de insolvencia establecen un marco de gobierno corporativo alternativo al societario. Por las mismas razones de seguridad jurídica que impiden hacer depender la estructura de gobierno corporativo de la valoración de la empresa, la declaración de concurso debería suponer un cambio drástico en la misma¹⁰. Esta transformación de la estructura de gobierno corporativo ofrece *ex ante* la alternativa residual, en caso de que fracasen las negociaciones para solucionar el posible problema de agencia descrito en el marco de un acuerdo de refinanciación.

Por el contrario, la valoración de la empresa es el elemento fundamental para asignar derechos económicos y políticos en la sociedad reestructurada. Como corolario de las reglas de prelación crediticia, que deberían ser aplicables tanto a la liquidación como a las soluciones convencionales a la insolvencia, la condición de socio debería recaer sobre los acreedores cuyos créditos gocen de menor prelación de entre todos aquellos que se hallen «*in the money*», por ser económicamente realizables atendiendo a la valoración de la empresa (todo ello, salvo que se pretenda extender la propuesta a clases enteras disidentes, sin perjuicio del poder de negociación de las partes, del valor que se asigne a la continuidad del órgano de administración o de determinados socios estratégicos, etc.).

El derecho de la insolvencia en vigor se compadece mal con este discurso¹¹. Se cierne una amenaza (mitigada) sobre los acreedores que ejercitan sus derechos contractuales para intervenir en el gobierno corporativo de la empresa en crisis. El concurso de acreedores, la solución judicial todavía imperativa para abordar las situaciones de insolvencia empresarial, proclama la «soberanía del deudor». Para complicar más las cosas, el legislador ha ensayado una solución para afrontar el conflicto de interés descrito, limitando los derechos políticos de los socios en el

¹⁰ Con todo, el cambio en el gobierno corporativo que se propone asociar a la mera declaración de concurso no alcanzaría a la reasignación de derechos políticos asociados a la condición de socio, sino a limitar ciertas competencias y facultades procesales en el seno del concurso.

¹¹ Con fecha 6.III.2017, se ha presentado la Propuesta de Real Decreto Legislativo por el que se aprueba el texto refundido de la Ley Concursal, el cual no ha sido analizado de cara a este trabajo.

ámbito societario y estableciendo un sistema de responsabilidad *ex post*¹², al tiempo que se ha reforzado el papel de la junta general en materia de gestión empresarial¹³ (sin establecer ninguna excepción en el ámbito concursal). Finalmente, la doctrina judicial más reciente en materia de homologación establece una serie de requisitos a cumplir por el acuerdo de refinanciación que no son extensibles a la propuesta de convenio de acreedores.

Además de mostrar un enfoque diferente de los procedimientos judiciales de insolvencia (como catalizadores del cambio en el gobierno corporativo e incluso del cambio de control de la empresa en crisis atendiendo a la valoración de la empresa), la principal aportación doctrinal a la que aspira este trabajo es avanzar en la coordinación entre el derecho societario y el derecho de la insolvencia en materia de gobierno corporativo. Los asuntos tratados son de rabiosa actualidad, como demuestra la falta de unanimidad en algunos de los aspectos plasmados en las Conclusiones del Encuentro de Magistrados de lo Mercantil de noviembre de 2016.

Se trata de un trabajo de investigación dogmático, que está apoyado, pero no basado, en el análisis económico del derecho. La parte de análisis comparado está basada fundamentalmente en el derecho federal (de la insolvencia) estadounidense y en el derecho societario del Estado de *Delaware*. Pese a que se analizan determinados aspectos muy concretos del derecho inglés y del derecho alemán, no se ha llevado a cabo un análisis pormenorizado del derecho de ningún estado miembro de la Unión Europea. Con todo, el trabajo está adaptado a la Propuesta de Directiva de 22.XI.2016 de la Comisión Europea (2016/0359), sobre el marco legal aplicable a las reestructuraciones preventivas, mecanismos de segunda oportunidad y medidas encaminadas a la eficiencia de la reestructuración, la insolvencia y procedimientos de liberación de deudas, y de reforma de la Directiva 2012/30/EU (la «Propuesta de Directiva de 22.XI.2016»).

Cabe hacer referencia, por último, a la imprecisión terminológica del título del trabajo. La palabra «empresa» no es un término jurídico. Sin embargo, hacer mención al «gobierno corporativo de la sociedad en crisis», además de resultar algo ostentoso, tampoco sería correcto. Uno de los objetivos de este trabajo es, precisamente, centrar la atención del derecho de la insolvencia en el establecimiento

¹² Véase los artículos 165.2, 172.2 y 172 *bis* de la Ley Concursal.

¹³ Artículos 160 f) («competencias implícitas de la junta general») y 161 de la Ley de Sociedades de Capital («intervención en asuntos de gestión empresarial»). *Vid. Infra* II.1.

mercantil, como contraposición a la persona jurídica titular del mismo. La definición de «empresa», del Diccionario de la lengua española de la Real Academia Española, es consistente con este objetivo: «*unidad de organización dedicada a actividades industriales, mercantiles o de prestación de servicios con fines lucrativos*». No se oculta que el término «empresa» es también más atractivo que la palabra «sociedad» o «sociedad de capital». Disculpas anticipadas al lector por la imprecisión del término y por su utilización reiterada a lo largo del trabajo.

Índice

Resumen	vii
Prólogo.....	9
I. Fundamentos del derecho de la insolvencia y del gobierno corporativo de la empresa en crisis.....	29
1. Tesis: la insolvencia como un posible problema de gobierno corporativo	29
1.1. <i>Los problemas a los que atiende el derecho de la insolvencia</i>	29
1.1.1. <i>Problema de acción colectiva (conflicto de interés «horizontal»: entre los propios acreedores)</i>	29
1.1.2. <i>El conflicto de interés «vertical»: entre socios y acreedores</i>	33
1.2. <i>Mantenimiento de la estructura de gobierno corporativo del derecho societario. El contrato y la legitimación para solicitar la declaración de concurso necesario como mecanismos de «creditor governance»</i>	35
1.3. <i>El concurso como un procedimiento facilitador del cambio de control de empresas en crisis pero económicamente viables. La cuestión de la valoración de la empresa. Mercado de «Loan to Own»</i>	38
1.4. <i>Mecanismos para paliar los riesgos expropiatorios de las soluciones convencionales a la insolvencia</i>	43
1.4.1. <i>Test de liquidación o «best-interests test»</i>	43
1.4.2. <i>Conflictos de interés transaccionales</i>	44
2. Primera tesis auxiliar: interés del concurso e interés social.....	44
2.1. <i>Del interés de los socios al interés de la sociedad</i>	44
2.2. <i>El interés social no varía en situaciones de insolvencia</i>	44
2.3. <i>Identificación del interés del concurso con el interés social</i>	45
3. Segunda tesis auxiliar: la sociedad (o la empresa) como destinataria de los deberes fiduciarios de los administradores	45
3.1. <i>La sociedad como destinataria de los deberes fiduciarios</i>	45
3.2. <i>Los deberes fiduciarios son «impermeables» a la insolvencia</i>	45
3.3. <i>El deber de neutralidad en el marco de la insolvencia</i>	45
4. Tercera tesis auxiliar: la generación o agravación de la insolvencia como un criterio de determinación del daño	46
5. Cuarta tesis auxiliar: la empresa en lugar del deudor como foco de atención del derecho de la insolvencia. «Fresh start» de personas físicas frente a reestructuración empresarial.....	47

6.	Quinta tesis auxiliar: supresión del deber de solicitar la declaración de concurso voluntario. El concurso como una alternativa a disposición de los « <i>stakeholders</i> »	50
II.	Competencia de los órganos sociales en materia de gestión, deber de lealtad, «interés social» e insolvencia	51
1.	Competencias del órgano de administración, competencias implícitas de la junta general e intervención en asuntos de gestión. Infracción del deber de lealtad	51
1.1.	<i>Competencias del órgano de administración</i>	51
1.2.	<i>Competencias implícitas de la junta general</i>	52
1.3.	<i>Intervención de la junta general en materia de gestión</i>	55
1.4.	<i>Deber de lealtad. Remedios</i>	58
2.	La configuración del «interés social»: deferencia al interés común de los socios constituidos en junta general	60
3.	Análisis de la posible disociación del interés social y del interés común de los socios en situaciones de insolvencia	74
4.	El interés social como maximización del valor empresarial al margen de los « <i>stakeholders</i> » con incentivos más alineados con el interés social	79
4.1.	<i>Los administradores se deben al interés social, con independencia de los «stakeholders» que reúnen la condición de «residual claimants»</i>	79
4.2.	<i>Relación entre «residual claimants» y titulares de derechos políticos</i>	81
4.3.	<i>Relación entre titularidad de derechos políticos y propiedad del haber social</i>	82
5.	Mantenimiento de la estructura de gobierno corporativo del derecho societario y endurecimiento de los efectos de la declaración de concurso	83
III.	Insolvencia, deberes y responsabilidad de administradores	87
1.	La sociedad como destinataria de los deberes de los administradores	87
2.	Deber de diligencia y « <i>business judgment rule</i> » como mecanismo de gobierno corporativo	89
2.1.	<i>Atenuación del deber de diligencia en atención al interés social</i>	89
2.2.	<i>Gastos de defensa</i>	91
2.3.	<i>Seguros de daños («D&O insurance») suscritos por la sociedad</i>	94
2.4.	<i>«Business judgment rule»</i>	95
2.4.1.	Introducción. El deber de diligencia como una obligación de medios	95
2.4.2.	La finalidad y los elementos de la regla de la protección de la discrecionalidad empresarial	95
2.4.3.	Actuación desinteresada, conflictos de interés, deber de neutralidad y « <i>business judgment rule</i> »	98

2.4.4.	La « <i>business judgment rule</i> » desde una perspectiva procesal.....	100
2.4.5.	« <i>Business judgment rule</i> » y acción individual de responsabilidad	104
2.5.	<i>Renuncia estatutaria a la exigencia de responsabilidad por culpa</i>	104
3.	Deber de lealtad y conflictos de interés. Conflictos de interés posicionales y cambio de control en la empresa en crisis	106
3.1.	<i>El deber de lealtad</i>	106
3.2.	<i>Evitación de conflictos de interés y facultad de dispensa a título singular</i>	107
3.3.	<i>El listado (abierto) de personas vinculadas con los administradores. Los contratos celebrados entre el socio de control y la sociedad</i>	112
3.4.	<i>La impugnación del acuerdo de dispensa</i>	115
3.5.	<i>Remedios frente a la infracción del deber de lealtad</i>	118
3.6.	<i>El establecimiento de una acción de anulabilidad autónoma</i>	125
3.7.	<i>Los conflictos de interés posicionales</i>	126
4.	El deber de neutralidad de los administradores sociales ante el cambio de control en situaciones de insolvencia	128
4.1.	<i>El deber de neutralidad en derecho español</i>	128
4.2.	<i>La doctrina de la Supreme Court of Delaware ante el cambio de control y su aplicación en el marco del procedimiento judicial de insolvencia</i>	130
4.3.	<i>El deber de neutralidad ante el cambio de control en situaciones de insolvencia</i>	136
5.	Legitimación subsidiaria de los acreedores para ejercitar la acción social	138
5.1.	<i>La legitimación como mecanismo de tutela del crédito</i>	138
5.2.	<i>La legitimación como mecanismo de gobierno corporativo</i>	139
5.3.	<i>El presupuesto objetivo para el ejercicio de la acción social</i>	141
5.4.	<i>Presupuestos individuales y temporales para el ejercicio de la acción</i>	145
5.5.	<i>La previa persecución del patrimonio social</i>	147
5.6.	<i>La renuncia a la acción y la transacción judicial</i>	149
5.7.	<i>Conflictos de interés entre minoría y acreedores</i>	151
5.8.	<i>Carencias de la legitimación subsidiaria como mecanismo de gobierno corporativo</i>	153
6.	La «responsabilidad externa» de los administradores frente a los acreedores: la «acción individual». Efectos sobre el gobierno corporativo de la empresa en crisis	154
6.1.	<i>La acción individual no es un mecanismo de gobierno corporativo (tampoco la responsabilidad por deudas ex lege del art. 367 LSC)</i>	154

6.2.	<i>Los efectos de la «acción individual» desde la perspectiva del gobierno corporativo de la empresa en crisis</i>	155
6.3.	<i>La antijuridicidad de la conducta dañosa</i>	156
6.4.	<i>Los administradores no responden solidariamente con el deudor por las deudas sociales</i>	161
6.5.	<i>Supuestos de responsabilidad frente a «acreedores voluntarios»</i>	164
6.6.	<i>La «business judgment rule» en el marco de la acción individual.....</i>	169
6.7.	<i>Problemas concretos de gobierno corporativo que plantea el ejercicio de la acción individual, por pagos preferenciales, en situaciones de insolvencia</i>	170
7.	<i>Los deberes de los administradores en situaciones de insolvencia al margen del concurso. La experiencia del derecho de Delaware, los trabajos de UNCITRAL, la reforma de la Ley de Sociedades de Capital y la Propuesta de Directiva de 22.XI.2016</i>	177
7.1.	<i>Credit Lyonnais.....</i>	177
7.2.	<i>Production Resources.....</i>	183
7.3.	<i>Trenwick America</i>	192
7.4.	<i>Gueewalla.....</i>	198
7.5.	<i>La solución de Delaware: los acreedores no están legitimados para ejercitar la «acción individual» en situaciones de insolvencia, donde asumen la condición de «residual claimants».....</i>	202
7.6.	<i>Omnicare y Blasius</i>	203
7.7.	<i>El reflejo del derecho de Delaware en la doctrina española</i>	209
7.8.	<i>El análisis de los deberes de los administradores en la «twilight zone», en el marco de los trabajos de UNCITRAL.....</i>	215
7.9.	<i>El riesgo de una interpretación errónea de la doctrina del derecho de Delaware</i>	217
7.10.	<i>La reforma de la Ley de Sociedades de Capital en materia de gobierno corporativo.....</i>	218
7.11.	<i>La Propuesta de Directiva de 22.XI.2016</i>	219
8.	<i>Excurso: ¿es necesaria una acción autónoma de responsabilidad concursal al margen de la social?</i>	221
8.1.	<i>Las funciones a las que atiende la responsabilidad concursal de lege lata</i>	221
8.2.	<i>La naturaleza de la responsabilidad concursal. Estado de la cuestión</i>	223
8.3.	<i>La agravación o generación de la insolvencia: ¿acción autónoma o criterio de determinación del daño?</i>	228

8.4.	<i>Propuesta de lege ferenda: unificación de la acción social y de la responsabilidad concursal</i>	228
8.5.	<i>La clasificación del crédito por el fallido concursal en el concurso de la persona afectada por la calificación</i>	232
8.6.	<i>Incidencia en la condición de parte de los acreedores en la sección de calificación</i>	235
8.7.	<i>La perspectiva del derecho internacional privado</i>	236
9.	Conclusión: insolvencia, gobierno corporativo, deberes y responsabilidad de administradores	241
IV.	El «interés del concurso», la administración concursal y el modelo de relaciones inter-orgánicas en el derecho español de la insolvencia	243
1.	El «interés del concurso» como la plasmación del interés social en situaciones de insolvencia (tesis estática)	243
2.	«Interés del concurso». La empresa como destinataria de los deberes fiduciarios de los administradores	244
3.	La postura doctrinal mayoritaria: el «interés del concurso» identificado como el interés de los acreedores	245
3.1.	<i>Interés del concurso y función solutoria</i>	245
3.2.	<i>Interés del concurso y deberes fiduciarios: tutela de todos los acreedores de forma mediata, a través de la maximización del valor de la empresa</i>	247
3.3.	<i>El nivel de riesgo asumible: la inversión en proyectos con valor actual neto positivo</i>	250
4.	La administración concursal y el modelo de relaciones inter-orgánicas	250
4.1.	<i>La administración concursal como un órgano funcional</i>	250
4.2.	<i>Los modelos de autotutela y heterotutela</i>	252
4.3.	<i>Los inconvenientes de atribuir el poder de decisión sobre la gestión del procedimiento a los acreedores</i>	254
4.4.	<i>La administración concursal como órgano funcional ante los conflictos de interés entre acreedores</i>	256
4.4.1.	Ausencia de derechos políticos de los acreedores respecto al estatuto de la administración concursal	257
4.4.2.	Responsabilidad de la administración concursal «frente a la masa activa» ..	258
4.4.3.	La «responsabilidad externa» de la administración concursal	259

V. El conflicto de interés entre socios y acreedores. (1) Soluciones en el marco de la estructura de gobierno corporativo del derecho de sociedades: normativa y contrato	261
1. Negocio jurídico de agencia y problema económico de agencia	261
2. Limitación de la responsabilidad de los socios e incentivos para invertir.....	261
3. Solución normativa al conflicto de interés entre socios y acreedores	264
3.1. <i>La laguna normativa en situaciones de insolvencia que transcurren al margen del concurso</i>	264
3.2. <i>La función del derecho societario desde el prisma del análisis económico del derecho</i>	264
3.3. <i>Las normas del derecho societario protectoras del interés de los acreedores</i>	265
4. La solución contractual al conflicto de interés entre socios y acreedores	273
4.1. <i>Razones para dirimir la cuestión en el ámbito contractual</i>	273
4.2. <i>La solución contractual desde una perspectiva de gobierno corporativo (I): las externalidades positivas de la labor de «monitoring»</i>	275
4.3. <i>La solución contractual desde una perspectiva de gobierno corporativo (II): la información facilitada por la reacción de los acreedores profesionales al resto de «stakeholders»</i>	278
4.4. <i>La solución contractual y el riesgo de la administración de hecho u oculta ..</i>	282
4.4.1. Mecanismos de «creditor governance» y administración de hecho u oculta	282
4.4.2. El riesgo de administración de hecho u oculta en el marco de las negociaciones de un acuerdo de refinanciación	291
4.4.3. La protección de los acreedores con menor poder de negociación en los acuerdos de refinanciación	292
4.4.4. La reforma operada por la Ley 17/2014	293
4.4.5. El riesgo de administración de hecho u oculta en relación con las «liquidaciones ordenadas» de sociedades insolventes	294
4.4.6. El caso del « <i>board observer</i> »	294
5. La transición de la estructura de gobierno corporativo societaria a la concursal: los « <i>mecanismos de creditor governance</i> »	295
6. Las limitaciones de la solución contractual: la distribución de competencias entre la junta general y el órgano de administración	296

VI. El conflicto de interés entre socios y acreedores. (2) El rol del concurso en el gobierno corporativo de la empresa en crisis. Tesis «societaria» y «concursal»	299
1. La «tesis societaria» y la «tesis concursal» como posibles soluciones al problema de gobierno corporativo de la empresa en crisis	299
2. El gobierno corporativo de la empresa en crisis	303
2.1. Legitimación y competencia para la comunicación del artículo 5 bis	303
2.2. Declaración de concurso y gobierno corporativo. Introducción	304
2.3. El régimen de intervención o suspensión durante la «fase común». Competencias implícitas de la junta general y riesgo de bloqueo. Ejercicio de derechos políticos y retribución de administradores	306
2.4. Crítica a la legitimación exclusiva de la administración concursal para la reclamación de dividendos pasivos y el ejercicio de la acción social	310
2.5. Legitimación y competencia orgánica para la propuesta de convenio anticipado y ordinario. Los acuerdos necesarios para su ejecución	313
2.6. Efectos de la aprobación del convenio o de la apertura de la liquidación	316
2.7. Legitimación y competencia orgánica para solicitar la liquidación	318
2.7.1. Solicitud por el órgano de administración y régimen de responsabilidad	318
2.7.2. Acuerdo de disolución a instancias de la junta durante la fase de cumplimiento del convenio	319
2.7.3. El caso de La Seda de Barcelona S.A.	322
2.7.4. Los acreedores carecen de legitimación para pedir la liquidación	329
2.7.5. Legitimación de la administración concursal para pedir la liquidación	330
2.7.6. Legitimación para solicitar la «conversion» a Chapter 7 en el derecho estadounidense	330
2.7.7. La asignación de derechos políticos para pedir la liquidación como instrumento de gobierno corporativo y mandato constitucional	332
2.7.8. La base constitucional de la ausencia de legitimación de los acreedores para pedir la liquidación	333
2.7.9. La base constitucional de la facultad libérrima del deudor para pedir la liquidación en cualquier momento	335
2.8. Los deberes de los administradores ante el cambio de control en situaciones de insolvencia empresarial	337
2.9. Conflicto de interés y derecho de voto. Precio de la cesión de créditos. La solución al caso de La Seda de Barcelona S.A.	339
2.10. Los acreedores no pueden pedir la calificación culpable del concurso	342

2.11.	<i>Conclusión: «segunda oportunidad» del deudor persona jurídica y «despotismo ilustrado» de la Ley Concursal</i>	342
3.	La asignación de derechos en la sociedad restructurada con base en la valoración de la empresa	344
3.1.	<i>La aprobación del «plan of reorganization» en el derecho estadounidense..</i>	344
3.1.1.	Posibilidad de arrastre entre clases (« <i>fair and equitable standard</i> ») y respeto de las normas de prelación (« <i>absolute priority rule</i> »).....	346
3.1.2.	« <i>Best-interests test</i> ». Remedio individual de la disidencia	350
3.2.	<i>La aprobación del convenio en el derecho alemán</i>	352
3.3.	<i>La inaplicación de las normas de prelación crediticia en el convenio</i>	354
3.3.1.	Convenio y normas de prelación crediticia	354
3.3.2.	La Propuesta de Directiva de 22.XI.2016	357
3.3.3.	La valoración de la empresa.....	364
4.	El concurso de acreedores como solución al problema de problema de acción colectiva (conflicto de interés entre acreedores: «horizontal»)	366
4.1.	<i>El concurso de acreedores como solución judicial a la insolvencia</i>	366
4.2.	<i>Los acuerdos de refinanciación como alternativa al concurso</i>	368
4.3.	<i>Las deficiencias de los acuerdos de refinanciación frente al concurso</i>	370
4.4.	<i>¿Es la dicotomía acuerdo de refinanciación/liquidación concursal el futuro inmediato que depara el derecho español de la insolvencia?</i>	374
VII.	Supresión del deber de solicitar la declaración de concurso	377
1.	El concurso como la solución judicial por defecto para tratar la insolvencia empresarial.....	377
2.	Deber de solicitar el concurso, presunción de culpabilidad y continuidad de la actividad empresarial.....	378
3.	Deber de solicitar el concurso y promoción de soluciones alternativas a la insolvencia empresarial.....	381
4.	Comportamientos oportunistas asociados al deber de solicitar la declaración de concurso voluntario.....	382
5.	Tutela de la minoría a través de la legitimación para solicitar la declaración de concurso necesario	384
VIII.	Disidencia y riesgo expropiatorio. Equilibrio entre la tutela de la minoría y el respeto a la solución mayoritaria	385
1.	Soluciones al problema de « <i>squeeze out</i> ». Propuestas de <i>lege ferenda</i>	385

1.1.	<i>Las soluciones en el marco normativo actual (I). La responsabilidad «externa» de los administradores</i>	385
1.2.	<i>Las soluciones en el marco normativo actual (II). Legitimación para solicitar la declaración de concurso necesario. Pros y contras</i>	385
1.3.	<i>Las soluciones en el marco normativo actual (III). Las acciones rescisorias por fraude o por perjuicio</i>	387
1.3.1.	Derecho español	387
1.3.2.	Derecho estadounidense	390
1.3.3.	Derecho inglés	395
1.4.	<i>Cuestiones y propuestas de lege ferenda (I). Introducción del test de liquidación («best-interests test») en el convenio y los acuerdos de refinanciación</i>	397
1.5.	<i>Cuestiones y propuestas de lege ferenda (II). Inaplicabilidad de la «absolute priority rule» en derecho español</i>	401
1.6.	<i>Cuestiones y propuestas de lege ferenda (III). Acuerdos de refinanciación: separación a efectos de mayorías entre acreedores con y sin garantía real</i>	403
1.7.	<i>Cuestiones y propuestas de lege ferenda (IV). ¿Cómputo de mayorías respecto al pasivo afectado o el pasivo total?</i>	404
1.8.	<i>Cuestiones y propuestas de lege ferenda (V). La inviabilidad del plan de negocio</i>	410
1.9.	<i>Cuestiones y propuestas de lege ferenda (VI). Conflictos de interés</i>	412
1.9.1.	<i>Conflicto de interés y convenio de acreedores</i>	412
1.9.2.	<i>Conflicto de interés y homologación de acuerdos de refinanciación</i>	414
1.10.	<i>Cuestiones y propuestas de lege ferenda (VII). Ampliación del círculo de legitimados para pedir la liquidación</i>	414
2.	Concreción del remedio a disposición de la disidencia	415
2.1.	<i>Oposición a la aprobación judicial del convenio por motivos de oportunidad. Causas tasadas y consecuencias</i>	415
2.2.	<i>Impugnación de la homologación del acuerdo de refinanciación. Consecuencias para la parte actora. ¿Extensión a otros acreedores?</i>	416
3.	Límites al ejercicio abusivo de los derechos de la minoría	418
IX.	La presunción de culpabilidad por la negativa irrazonable para capitalizar créditos como solución del problema de gobierno corporativo de la empresa en crisis	421
1.	Nueva presunción de culpabilidad aplicable a socios y administradores	421
2.	Ratio de la nueva presunción de culpabilidad.....	422

3.	Análisis crítico de la técnica en la elaboración de la presunción de culpabilidad ..	423
4.	El contenido del informe del experto independiente sobre la razonabilidad del aumento de capital por compensación de créditos	427
4.1.	<i>Idoneidad del acuerdo de refinanciación y de la capitalización de créditos para remover la situación de insolvencia.....</i>	428
4.2.	<i>Legitimidad para determinar si la conclusión y ejecución del acuerdo de refinanciación, junto con la capitalización de créditos, resultan en el mejor interés de la sociedad.....</i>	428
4.3.	<i>Razonabilidad de la ecuación de canje: determinación de la prima de emisión o de asunción.....</i>	431
5.	Crítica de <i>lege ferenda</i> . ¿Es la responsabilidad concursal el método idóneo para paliar el conflicto de interés?	434
5.1.	<i>Toma de consideración del potencial problema de gobierno corporativo de la empresa en crisis.....</i>	434
5.2.	<i>«Safe harbor», deberes de lealtad y neutralidad, la sociedad (o la empresa) como la destinataria de los deberes fiduciarios</i>	434
5.3.	<i>Invasión del ámbito competencial del derecho societario</i>	435
5.4.	<i>La continuidad de la actividad empresarial como finalidad mediata del derecho de la insolvencia en los casos de «financial distress»</i>	437
5.5.	<i>Inconsistencias de carácter sistemático (1): se mantiene el deber de solicitar la declaración de concurso voluntario</i>	438
5.6.	<i>Inconsistencias de carácter sistemático (2): no se limita la facultad libérrima del deudor de solicitar la liquidación en cualquier momento</i>	438
5.7.	<i>Inadecuación del remedio para tutelar los intereses protegidos</i>	438
5.8.	<i>El endurecimiento de los efectos de la declaración en materia de gobierno corporativo como solución alternativa</i>	439
X.	El mercado de «Loan-to-Own»	441
1.	Incentivos, agentes y modelo de negocio.....	441
2.	Los acuerdos de ampliación de capital por compensación de créditos desde la perspectiva contable y fiscal.....	447
3.	La impugnación de los acuerdos de ampliación de capital por compensación de créditos por los socios minoritarios: la cuestión de la prima de emisión o asunción.....	454
4.	Las competencias implícitas y la intervención de la junta general en materia de gestión empresarial.....	464
5.	Acuerdos sociales contrarios a pactos parasociales «omnilaterales»	469
6.	Legitimación de los acreedores para impugnar acuerdos sociales	470

7.	Legitimación subsidiaria para el ejercicio de la acción social y ejercicio de acciones individuales de responsabilidad por socios y acreedores	472
8.	«Mecanismos de defensa del socio de control» (I): Las restricciones subjetivas respecto al cesionario en los contratos de financiación (« <i>pactum de non cedendo</i> »)	475
9.	«Mecanismos de defensa del socio de control» (II): « <i>Lex Anastasiana</i> »: la acción de retracto de créditos litigiosos	478
10.	«Mecanismos de defensa del socio de control» (III): La amenaza de la administración oculta o de hecho como poder negociador del « <i>sponsor</i> »	481
11.	Ejecución de la prenda sobre las acciones o participaciones del deudor: acción de subrogación y derechos de preferente adquisición	483
11.1.	<i>La ejecución de la prenda como paso previo a la solución de la insolvencia</i> .	483
11.2.	<i>La intervención del acreedor en la subasta como postor</i>	484
11.3.	<i>La acción de subrogación del socio de control</i>	487
11.4.	<i>Los derechos de preferente adquisición</i>	494
12.	La inidoneidad y la debilidad de los incentivos a la capitalización de créditos desde la perspectiva del mercado de « <i>Loan-to-Own</i> »	495
13.	La dilatación del concurso ante la falta de apoyo para aprobar un convenio de continuidad y la posibilidad de solicitar la liquidación en detrimento de la solución preferida por la mayoría de los acreedores	498
14.	Estrategias de « <i>Loan-to-Own</i> ». Análisis económico de las opciones para tomar el control en el concurso: convenio de continuidad con cambio de control, convenio de asunción y « <i>credit bid</i> » en la liquidación	500
15.	La viabilidad de las operaciones de « <i>Loan-to-Own</i> »	505
XI.	Conclusiones	507
XII.	Propuesta de reforma legislativa	525
1.	<i>Introducción de un nuevo apartado 2 en el artículo 161 de la Ley de Sociedades de Capital</i>	525
2.	<i>Modificación del apartado 2 del artículo 162 de la Ley de Sociedades de Capital</i>	526
3.	<i>Introducción de dos nuevos apartados 3 y 4 en el artículo 226 de la Ley de Sociedades de Capital</i>	526
4.	<i>Modificación del apartado 1 del artículo 227 de la Ley de Sociedades de Capital</i>	527
5.	<i>Modificación de los apartados 1 y 2 del artículo 231 de la Ley de Sociedades de Capital</i>	528
6.	<i>Introducción de tres nuevos apartados 2, 3 y 4 en el artículo 232 de la Ley de Sociedades de Capital</i>	530

7.	<i>Modificación del apartado 1 del artículo 239 de la Ley de Sociedades de Capital</i>	531
8.	<i>Modificación del artículo 240 de la Ley de Sociedades de Capital</i>	531
9.	<i>Modificación del apartado 2 del artículo 343 de la Ley de Sociedades de Capital</i>	532
10.	<i>Modificación del artículo 350 de la Ley de Sociedades de Capital</i>	533
11.	<i>Supresión del artículo 367 de la Ley de Sociedades de Capital</i>	533
12.	<i>Supresión del artículo 5 de la Ley Concursal</i>	535
13.	<i>Modificación de los apartados 1, 2, 4, 5 y 6 del artículo 5 bis de la Ley Concursal, que pasa a ser el nuevo artículo 5</i>	535
14.	<i>Modificación del apartado 3 del artículo 15 de la Ley Concursal</i>	537
15.	<i>Modificación de los apartados 1 y 6 del artículo 36 de la Ley Concursal</i>	538
16.	<i>Modificación del apartado 4 del artículo 44 de la Ley Concursal</i>	539
17.	<i>Modificación de los apartados 1 y 2 del artículo 48 de la Ley Concursal</i>	539
18.	<i>Modificación del artículo 48 bis de la Ley Concursal</i>	541
19.	<i>Modificación del artículo 48 quáter de la Ley Concursal</i>	541
20.	<i>Modificación del apartado 1 del artículo 59 de la Ley Concursal</i>	542
21.	<i>Modificación del artículo 61 de la Ley Concursal</i>	542
22.	<i>Modificación del apartado 1 del artículo 62 de la Ley Concursal</i>	544
23.	<i>Modificación del artículo 68 de la Ley Concursal</i>	544
24.	<i>Modificación del apartado 1 del artículo 71 de la Ley Concursal</i>	545
25.	<i>Modificación del apartado 2 (párrafos 5º y 6º) del artículo 84 de la Ley Concursal</i>	546
26.	<i>Modificación del apartado 4 e introducción de un nuevo apartado 6 en el artículo 100 de la Ley Concursal</i>	547
27.	<i>Modificación del artículo 104 de la Ley Concursal</i>	548
28.	<i>Modificación del apartado 2 del artículo 105 de la Ley Concursal</i>	550
29.	<i>Modificación de los apartados 1, 2 y 3 del artículo 106 de la Ley Concursal</i>	551
30.	<i>Modificación del apartado 1 del artículo 108 de la Ley Concursal</i>	552
31.	<i>Modificación del artículo 109 de la Ley Concursal</i>	552
32.	<i>Introducción de un nuevo artículo 109 bis de la Ley Concursal</i>	553
33.	<i>Modificación del artículo 110 de la Ley Concursal</i>	555
34.	<i>Modificación del apartado 1 del artículo 111 de la Ley Concursal</i>	555
35.	<i>Modificación del artículo 113 de la Ley Concursal</i>	556
36.	<i>Modificación del artículo 114 de la Ley Concursal</i>	557

37.	<i>Modificación del artículo 122 de la Ley Concursal</i>	558
38.	<i>Modificación del artículo 124 de la Ley Concursal e introducción de un nuevo apartado 4</i>	559
39.	<i>Modificación del artículo 128 de la Ley Concursal</i>	562
40.	<i>Modificación del artículo 134 de la Ley Concursal e introducción de un nuevo apartado 4</i>	566
41.	<i>Introducción de un nuevo artículo 141 bis de la Ley Concursal</i>	567
42.	<i>Modificación del artículo 142 de la Ley Concursal</i>	569
43.	<i>Introducción de un nuevo apartado 5 en el artículo 146 bis de la Ley Concursal</i> .	571
44.	<i>Modificación del apartado 1 del artículo 164 de la Ley Concursal</i>	572
45.	<i>Modificación del artículo 165 de la Ley Concursal</i>	572
46.	<i>Modificación del artículo 172 de la Ley Concursal</i>	574
47.	<i>Supresión del artículo 172 bis de la Ley Concursal</i>	575
48.	<i>Modificación de los apartados 1, 3, 4, 7 y 11 de la disposición adicional cuarta de la Ley Concursal</i>	576
49.	<i>Modificación del apartado 3 del artículo 10 de la Ley General Presupuestaria</i> ...	582
50.	<i>Modificación del apartado 4 del artículo 164 de la Ley General Tributaria</i>	584
51.	<i>Supresión del apartado 2 del artículo 647 de la Ley de Enjuiciamiento Civil</i>	585
XIII.	Bibliografía	587
1.	Fuentes primarias.....	587
a)	<i>Derecho español</i>	587
b)	<i>Derecho estadounidense</i>	587
c)	<i>Derecho alemán</i>	587
d)	<i>Derecho inglés</i>	587
2.	Fuentes secundarias	588
	<i>Tabla de resoluciones citadas</i>	588
	<i>Bibliografía</i>	594

I. Fundamentos del derecho de la insolvencia y del gobierno corporativo de la empresa en crisis

1. Tesis: la insolvencia como un posible problema de gobierno corporativo

1.1. *Los problemas a los que atiende el derecho de la insolvencia*

1.1.1. *Problema de acción colectiva (conflicto de interés «horizontal»: entre los propios acreedores)*

La insolvencia, la incapacidad de cumplir regularmente las obligaciones exigibles, es una situación (legal)¹⁴ de la que se ocupa el Derecho para proteger a los acreedores frente a sí mismos¹⁵. La imposibilidad de cumplimiento puede derivar de un problema estrictamente financiero o económico. Si el problema es estrictamente financiero (incapacidad de atender el calendario de pagos ante un nuevo escenario donde la empresa es todavía capaz de obtener un beneficio sostenido), la empresa titularidad del deudor es económicamente viable. Con una nueva estructura financiera, acomodada a la capacidad de generación de flujos de caja, puede competir en el mercado y obtener un beneficio por su ventaja comparativa en costes o en términos de diferenciación. Esta solución es óptima para todas las partes si los acreedores maximizan su recuperación respecto a la alternativa de la liquidación inmediata. Este problema se conoce como «*financial distress*».

¹⁴ De conformidad con el artículo 2.2 de la Ley Concursal, se encuentra en situación de insolvencia actual el deudor que no puede cumplir regularmente sus obligaciones exigibles. Esta definición resulta de aplicación tanto a deudores personas físicas como personas jurídicas. Este trabajo se centra en la insolvencia de las sociedades de capital.

¹⁵ Sin embargo, la doctrina administrativa de la Dirección General de los Registros y del Notariado había impuesto que el concurso fuera también el cauce legal para disolver y liquidar sociedades que carecen de liquidez para pagar a su único acreedor (aunque la solicitud estuviera destinada a la declaración de la conclusión del concurso en el mismo auto de declaración, por insuficiencia de la masa activa *ex art. 176 bis.4 LC*) -véase, al respecto, las resoluciones de la Dirección General de los Registros y del Notariado de 2.VII.2012 (RJ 2012, 8834) y 4.X.2012 (RJ 2012, 10967)-. No se discute que el concurso ofrezca mecanismos de reintegración de la masa adicionales a los del derecho común (arts. 71 y 172 *bis LC*), sino que esos mecanismos se establecen en beneficio del común de los acreedores. Con mejor criterio, las resoluciones de la Dirección General de los Registros y del Notariado de 1.VIII.2016 (RJ 2016, 5486) y 22.VIII.2016 (RJ 2016, 4610) reconocen la naturaleza del concurso de acreedores como mecanismo destinado a solucionar un problema de acción colectiva. Por otro lado, en caso de activo sobrevenido, el acreedor cuyo crédito ha resultado insatisfecho puede solicitar el nombramiento de un sustituto del liquidador para realizarlo (art. 398.2 LSC) -al ser un solo acreedor, no procederá la reapertura (*rectius*, declaración) del procedimiento concursal (art. 179.2 LC)-.

Como contraposición al problema estrictamente financiero, el «*economic distress*» aparece cuando la sociedad incurre en pérdidas operativas como consecuencia del mantenimiento de su actividad empresarial¹⁶. El problema no es financiero (acaso «coyuntural»), sino «estructural». La causa que ha conducido a la insolvencia no desaparece mediante un acuerdo novatorio con los acreedores (o mediante la enajenación del establecimiento mercantil a favor de un tercero solvente, pues la empresa seguirá siendo deficitaria). La sociedad titular de la empresa económicamente inviable incurrirá en pérdidas recurrentemente, por lo que se verá abocada a la disolución, haya o no acreedores. Por el contrario, el problema financiero («*financial distress*») obedece exclusivamente a la desproporción de los pasivos asumidos con la capacidad de generación de caja (por más que pueda deberse a una decisión empresarial que se ha revelado, *a posteriori* –y por tanto sujeta a la «*business judgment rule*»–¹⁷, como sub-óptima o incluso errónea)¹⁸.

La razón de ser del procedimiento concursal es la tutela de los acreedores, tanto si la insolvencia deriva de «*financial distress*» como de «*economic distress*». En el primer caso, el concurso se configura como una solución al problema de acción colectiva del que adolecen los acreedores (les protege de sí mismos), pues el valor económico de la empresa como unidad económica en funcionamiento es superior a la suma del valor de los elementos que la integran (la empresa es económicamente viable pese a sus problemas financieros). Es un supuesto de «*the tragedy of the commons*»¹⁹, ya que la persecución del interés individual compromete el colectivo. Los acreedores presentan incentivos para actuar de modo individual y así cobrar antes que el resto. Las dificultades financieras promueven la actuación veloz, eficaz y, sobre todo,

¹⁶ Véase Adler, B., Baird, D. y Jackson, T. *Bankruptcy. Cases, Problems, and Materials*, New York Foundation Press, cuarta edición, 2007, páginas 26 a 29.

¹⁷ *Vid. Infra* III.2.4.

¹⁸ La sociedad que es titular de una empresa económicamente viable debería ser capaz de obtener un «*free cash flow*» positivo tras la declaración de concurso, que permite dejar de pagar el pasivo generado con anterioridad. Los flujos de caja generados por la continuidad de la actividad empresarial deberían ser suficientes para pagar puntualmente a los acreedores de la masa (que son quienes financian a la sociedad en concurso, salvo contadas excepciones de política legislativa). El EBITDA («*earnings before interests, taxes, depreciation and amortization*») no es una magnitud de caja, sino contable, pues es una medida del resultado de explotación. Pretende determinar la riqueza creada por una compañía, prescindiendo de su estructura financiera (intereses) y eficiencia fiscal (impuestos). Ni refleja el estado de tesorería ni tiene en cuenta los ajustes por las variaciones en capital circulante o en las inversiones necesarias en activos (CAPEX).

¹⁹ El término fue acuñado por Garrett Hardin, *Science, New Series*, Vol. 162, No. 3859 (Dec. 13, 1968), páginas 1243-1248, al describir una situación en la cual varios individuos, motivados sólo por el interés personal y actuando independiente pero racionalmente, terminan por destruir un recurso compartido limitado (el común) aunque a ninguno de ellos, ya sea como individuos o en conjunto, les convenga que tal destrucción suceda.

anterior a la del resto de acreedores. Este fenómeno empírico es susceptible de provocar la destrucción de la empresa como unidad económicamente viable, cuyo funcionamiento, irónicamente, constituye el mejor modo de satisfacer de forma conjunta a los acreedores. Además de costosas, las acciones individuales suelen ser ineficaces (por tardías), y siempre presentan una externalidad negativa que perjudica al común de los acreedores. De ahí su caracterización como «*the deadly race against the debtor's assets*»²⁰. La preocupación del derecho de la insolvencia se centra en mantener la empresa económicamente viable como unidad económica en funcionamiento, al margen de su titularidad y gestión²¹. El objetivo de la continuidad de la actividad empresarial se configura como un medio para atender a la «función solutoria»²²; el fin último del concurso de acreedores, que justifica la limitación de los remedios individuales en beneficio del interés común de los acreedores. Si la empresa es económicamente viable, la mejor solución para los acreedores pasa por

²⁰ Adler, B., Baird, D. y Jackson, T. *Bankruptcy. Cases, Problems, and Materials*, op. cit., páginas 23 a 29, exponen el ejemplo de un lago de tamaño reducido, donde un solo pescador tendría incentivos para auto-limitar la pesca, asegurando así la regeneración de los peces. Sin embargo, una pluralidad de pescadores presentaría incentivos contrarios. Ante la ausencia de cualquier mecanismo que permitiera restringir la pesca del resto, la conducta racional consistiría en pescar cuanto más y cuanto antes mejor, ya que, antes o después, la especie en cuestión se extinguiría en ese lago. Mientras que cada unidad de pesca reporta utilidad individual unitaria, provoca al mismo tiempo una externalidad negativa cuyo coste se divide entre todos los pescadores. El concurso permite abordar este problema de acción colectiva, limitando los derechos de pesca individuales de cada acreedor en beneficio del conjunto. Se afirma (página 24), que «*the situation in which the creditors find themselves is much like an arms race among nations. Money spent on weapons, of debt collection or war, is better spent elsewhere if conflict can be avoided. Bankruptcy law, like a peace treaty, can preempt conflict and prevent waste. Under bankruptcy law, each creditor receives what it could expect to receive outside of bankruptcy, taking into account the possibility that it might have won the race and the possibility that it may have lost. As a group, creditors are better off because they do not have to incur the costs associated with pursuing their individual remedies. Their payoffs are also more certain, something that has value in itself if the creditors are risk averse*». Entre la doctrina científica española, véase Garrido, J. M^a. *Garantías reales, privilegios y par condicio. Un ensayo de análisis funcional*, Madrid, Centro de Estudios Registrales, 1999, páginas 91 a 112.

²¹ Adler, B., Baird, D. y Jackson, T. *Bankruptcy. Cases, Problems, and Materials*, op. cit., página 29: «*the "debtor" in a corporate case is merely the fictitious legal entity created by the corporate charter. No one should care whether it survives or not. We want to ensure that the assets are put to the best use. This question is independent of who owns them or the legal entity in which they reside*». En última instancia, la posibilidad de aprobar un convenio depende de la negociación entre el deudor y los acreedores (y de estos entre sí). Si fracasan las negociaciones, la empresa será enajenada a favor de un tercero como unidad económica en funcionamiento. Sobre la base de ausencia de costes de transacción y de información perfecta, el precio que estaría dispuesto a pagar un inversor por la empresa en la fase de liquidación debería ser idéntico, conforme a la correspondiente ley de equivalencia financiera, al valor actual de los flujos de caja futuros generados por la actividad. No obstante, puede ocurrir que se asigne valor al capital humano (no sólo a los gestores, sino también al socio-administrador), sin perjuicio de la incertidumbre asociada a la liquidación (conurrencia de inversores, financiación de la empresa durante la realización de la unidad productiva, etc.).

²² El concepto fue acuñado por Rojo, A. «El derecho concursal», en la obra colectiva *Curso de Derecho Mercantil* (Uría, R. y Menéndez, A., dirs.), Madrid, Civitas, segunda edición, Madrid, 2006, tomo II, páginas 895 y siguientes.

limitar sus derechos, pues asegurando la continuidad de la actividad empresarial se maximiza la expectativa de recuperación colectiva.

En los casos de «*economic distress*», los procedimientos judiciales de insolvencia tutelan a los acreedores con menor poder de negociación. El problema de acción colectiva no reside en promover el mantenimiento de la actividad empresarial en beneficio del común, frustrando el ejercicio de acciones individuales. Al contrario, como la empresa es económicamente inviable, la solución óptima pasa por suspender la actividad lo antes posible²³, pues los acreedores concursales resultan perjudicados por la disminución de la masa activa (los recursos generados son insuficientes para pagar a los acreedores de la masa). El concurso establece unas reglas imperativas de prelación de pagos a partir del producto obtenido con la realización individualizada de los activos («*piecemeal liquidation*»)²⁴. Aunque la intervención del legislador no puede solventar el problema de la empresa económicamente fallida, debe atajar los pagos hechos a favor de personas especialmente relacionadas con el deudor o de los acreedores cuyos créditos están garantizados por aquéllas²⁵. Existen determinados elementos del derecho de la insolvencia, como los mecanismos de reintegración de la masa, que siguen desempeñando una función primordial también en estos casos.

La Ley Concursal asume por defecto que la situación de insolvencia deriva de un problema estrictamente financiero. La expectativa de recuperación de los acreedores concursales se maximiza si la solución del concurso es un convenio de continuidad o de asunción (donde cobran a partir del flujo de caja generado por la continuidad de la actividad) o la enajenación unitaria del establecimiento mercantil (satisfaciendo sus créditos del precio, que refleja el valor actualizado de la empresa). Por ello, la

²³ Un ejemplo de los problemas de asignación de derechos políticos de los que adolece el derecho español de la insolvencia es no contemplar un trámite que permita a los acreedores solicitar al juez del concurso la suspensión de la actividad empresarial o la apertura de la fase de liquidación cuando la empresa es económicamente inviable (o cuando puede acreditarse la ausencia de apoyos para la aprobación de un convenio). Véase los artículos 44.4 y 142.3 de la Ley Concursal.

²⁴ Puesto que la empresa carece de valor como unidad económica en funcionamiento, se presume, asumiendo la existencia de información perfecta y libremente accesible por todos los agentes económicos, que la suma del valor de liquidación de los bienes y derechos que la componen es superior al que se podría obtener de la enajenación forzosa de la empresa en su conjunto.

²⁵ Véase los artículos 71.3.1º, 87.6, 92.5º, 93 y 97.4.4º de la Ley Concursal.

declaración de concurso no suspende la actividad empresarial²⁶. La pre-deducibilidad otorgada a los acreedores de la masa aparece justificada por la necesidad de incentivar a quienes financian la continuidad de la actividad empresarial del deudor en beneficio de los acreedores concursales²⁷. El procedimiento obedece así al principal problema al que atiende el derecho de la insolvencia: el conflicto de interés «horizontal» que afecta a los acreedores entre sí²⁸.

1.1.2. El conflicto de interés «vertical»: entre socios y acreedores

Además de ser un problema de acción colectiva, la situación de insolvencia de empresas económicamente viables puede resultar también en un problema de

²⁶ Véase los artículos 40, 43 y 44 de la Ley Concursal. Hay otros mecanismos que promueven la continuidad de la actividad empresarial como medio para maximizar la función solutoria, como la suspensión temporal de la ejecución de las garantías reales y de las acciones de recuperación asimiladas (arts. 56 y 155.2 LC) o las reglas en materia de contratos bilaterales y sinalagmáticos, con obligaciones recíprocas pendientes de cumplimiento, a cargo de ambas partes, al tiempo de la declaración de concurso («*executory contracts*»). Así, por ejemplo, la nulidad de las cláusulas que habilitan a la parte *in bonis* a resolver el contrato por la sola declaración de concurso («*ipso facto clauses*»), la facultad de solicitar la resolución («*rejection*») o el cumplimiento del contrato en interés del concurso («*assumption*»); o la facultad de rehabilitar ciertos contratos con idénticos fines (arts. 61.3, 61.2.II, 62.3, 68, 69 y 70 LC). Además, la Ley promueve, vía plan de liquidación o las «reglas legales de liquidación», la enajenación unitaria de la empresa como método primordial para proceder a la realización del patrimonio del deudor y pagar con el producto a sus acreedores (arts. 148.1 y 149.1.1ª LC). En fin, en una manifiesta excepción al principio de paridad de trato («*par condicio creditorum*»), el apartado cuarto del artículo 146 *bis* de la Ley Concursal permite que el adjudicatario asuma la obligación de pago de ciertos créditos concursales (e.g. debidos a un proveedor estratégico o a los trabajadores). Sin embargo, la apertura de oficio de la fase de convenio ante la falta de solicitud de la liquidación del deudor (arts. 111.1 y 142.1 LC) no obedece a este orden de cosas. Los acreedores pueden no estar dispuestos a que la empresa siga gestionada por las mismas personas que la han llevado a su situación de insolvencia, prefiriendo que sea enajenada, como unidad económica en funcionamiento, a favor de otro adjudicatario y cobrar del precio. *Vid. Infra* VI.

²⁷ Véase los párrafos 5º, 6º, 7º y 9º del artículo 84.2 de la Ley Concursal. Este régimen debería extenderse a los contratos que permanezcan en vigor desde la *solicitud*, en el bien entendido de que el concurso sea declarado finalmente. De otro modo, los acreedores carecen de incentivos para financiar al deudor durante la sección primera, por lo que se comprende bien la inclusión de cláusulas que les permiten resolver el contrato. Sin embargo, esta conducta es perjudicial para el resto de acreedores, lo que hace necesario extender el privilegio de la pre-deducción a los «*GAP creditors*»). Ésta es la solución establecida por el U.S. *Bankruptcy Code* (secciones 365(2) y 541(c)(1)(B)). Véase Adler, B., Baird, D. y Jackson, T. *Bankruptcy. Cases, Problems, and Materials* (*op. cit.*), páginas 223 a 224, y 494, donde se establece que «*the administrative expense priority, defined by the Bankruptcy Code section 503, is an integral part of bankruptcy's solution to the debtor's problem of maintaining relationships with suppliers, customers, and others. If keeping the business operating is in the collective interest of the general creditors, they should be willing to allow priority for "newcomers" who supply materials, labor, office space, and so on, or the cash to purchase or lease the same*».

²⁸ Véase los artículos 49 y siguientes de la Ley Concursal.

gobierno corporativo²⁹, si el valor razonable de la empresa es inferior al pasivo exigible del deudor³⁰ y los incentivos de socios y administradores se encuentran alineados³¹. Limitada su responsabilidad por las pérdidas potenciales, y puesto que carecen de un interés económico realizable (se hallan «*out of the money*»), los socios pueden promover, a través del órgano de administración, la inversión en proyectos empresariales con valor actual neto negativo, ante la expectativa de que se materialice un escenario de la «cola de distribución positiva», donde el rendimiento del proyecto sea suficiente para pagar a los acreedores y retribuir al socio³². Por el contrario, los acreedores, nuevos titulares –en términos económicos– del derecho residual sobre los activos del deudor («*residual claimants*»), presentan incentivos más alienados que los socios para maximizar de forma sostenida el valor de la empresa a medio y largo plazo (el «interés social»³³). Como nuevos beneficiarios marginales de la eficiencia en la gestión social (pues siempre asumen el riesgo empresarial en las sociedades de capital), los objetivos de los acreedores transcurren de forma paralela a la promoción del interés social.

Surge, así, un nuevo conflicto de interés, entre socios y acreedores, que deriva de un fenómeno financiero resultante en la disociación entre incentivos económicos y titularidad de derechos políticos³⁴. La Ley 17/2014, de 30 de septiembre, por la que

²⁹ Se propone, así, una doble conceptualización del concepto de insolvencia empresarial. Sin obviar el problema de acción colectiva, este trabajo se centra en la otra función de los procedimientos de insolvencia: la solución del problema de gobierno corporativo potencial que puede causar el conflicto de interés entre socios y acreedores.

³⁰ En derecho español, el concepto de insolvencia no tiene por qué coincidir con un escenario en el que el pasivo exigible del deudor supere al valor razonable de la empresa. Sabido es, además, que la insolvencia no tiene por qué conllevar o traer causa de un desequilibrio patrimonial que pueda situar a la sociedad en una causa de reducción de capital o incluso de disolución obligatoria (arts. 2.2 LC; 327 y 363.1.e LSC). Véase las sentencias de la sala primera del Tribunal Supremo de 1.IV.2014 (RJ 2014, 2159; ponente: Rafael Sarazá) y 7.V.2015 (JUR 2015, 146863; ponente: Rafael Sarazá).

³¹ En este caso, el conflicto de interés entre socios y acreedores es también un problema de agencia (en términos económicos), dado que existe una disparidad de incentivos entre los titulares del derecho residual sobre los activos del deudor (los acreedores) y el órgano de administración (cuya actuación se guía por los socios que se hallan «*out of the money*»). Vid. *Infra* II.3 y V.2. Aunque se trata de una cuestión empírica, la relación entre los costes de agencia entre socios y administradores, y entre socios y acreedores debería ser inversamente proporcional.

³² Vid. *Infra* II.3 y V.2.

³³ Vid. *Infra* II.4 y VI.1.

³⁴ Si el valor de la empresa es inferior a la deuda, los acreedores pueden ser reacios a aceptar quitas o esperas, a menos que los socios renuncien a su condición de tales (acaso parcialmente), de modo que los acreedores puedan participar en los dividendos futuros eventualmente repartidos por la sociedad refinanciada. Los acreedores también pueden negarse a celebrar un acuerdo de refinanciación si no hay un cambio en el órgano de administración (cuestión conflictiva si hay un socio de control).

se adoptan medidas urgentes en materia de refinanciación y reestructuración de deuda empresarial (BOE de 1 de octubre)³⁵, ha sido pionera al abordar este problema de forma explícita. Sin embargo, su ámbito de aplicación se restringe al ámbito paraconcursal (societario) y a ciertos acuerdos de refinanciación. Además, la solución preconizada, un supuesto de responsabilidad *ex post*, adolece de ciertas limitaciones y es poco respetuosa con la seguridad jurídica y el principio de la autonomía de la voluntad (*Vid. Infra IX y X.12*).

1.2. *Mantenimiento de la estructura de gobierno corporativo del derecho societario. El contrato y la legitimación para solicitar la declaración de concurso necesario como mecanismos de «creditor governance»*

El problema de gobierno corporativo de la empresa en crisis puede darse en situaciones de insolvencia que transcurren al margen del concurso. Idealmente, la valoración de la empresa debería determinar la asignación de derechos políticos. Sin embargo, sería una solución impracticable y perturbadora de la seguridad jurídica, porque la valoración de la empresa es un elemento de hecho cambiante y sujeto a discusión pericial. Además, la vocación de generalidad del derecho de sociedades se vería atormentada por una situación excepcional: la insolvencia empresarial. El foco del derecho de sociedades debe ser los conflictos de interés entre socios y administradores, y entre los socios entre sí. No en vano, la estructura de gobierno corporativo que establece el derecho societario apenas atiende al conflicto de interés entre socios y acreedores en situaciones de insolvencia³⁶.

Ante la natural benevolencia del derecho societario frente a este potencial problema de agencia, los remedios a disposición de los acreedores (y del interés social) son el

³⁵ Dimanante del Real Decreto-ley 4/2014, de 7 de marzo, por el que se adoptan medidas urgentes en materia de refinanciación y reestructuración de deuda empresarial (BOE de 8 de marzo). Y, de forma reactiva (en el sentido de correctora de la primera), la Ley 9/2015, de 25 de mayo, de medidas urgentes en materia concursal (BOE de 26 de mayo), proveniente del Real Decreto-ley 11/2014, de 5 de septiembre (BOE de 6 de septiembre).

³⁶ *Vid. Infra V.3*. Al respecto, destaca la legitimación extraordinaria y subsidiaria de los acreedores para el ejercicio de la acción social (art. 240 LSC); norma que también opera en el ámbito de las aportaciones dinerarias en sede de sociedades de responsabilidad limitada (art. 74.2 LSC). El deber de promover la disolución (art. 363.1.e LSC) no es una medida alineada con los objetivos a los que atiende el gobierno corporativo de la empresa en crisis. Mientras que éste promueve la continuidad de la actividad de empresas insolventes pero económicamente viables, el deber de promover la disolución (o de reforzar el patrimonio neto) puede expulsar del mercado a sociedades con pérdidas (cuantiosas) transitorias que, sin embargo, no padecen un problema de insolvencia. Aunque se sobreprotege a los acreedores con un estricto régimen de responsabilidad de administradores, es una vía alternativa (y acaso menos atinada) que la que propone el gobierno corporativo de la empresa en crisis, donde, entre otros aspectos, se busca aislar la responsabilidad externa de los administradores (*Vid. Infra III.6*).

contrato³⁷ y la legitimación para solicitar la declaración de concurso necesario³⁸. La solución al problema de gobierno corporativo de la empresa en crisis debe provenir, en primer lugar, de los mecanismos de «*creditor governance*» negociados por los acreedores voluntarios (fundamentalmente los profesionales)³⁹. Los contratos de financiación establecen *ex ante* previsiones que habilitan a los acreedores para intervenir en el gobierno corporativo de la empresa en crisis. Por eso resulta inoportuno relacionar estas cláusulas con la institución de la administración de hecho u oculta. No concurre el requisito del consentimiento o aquiescencia de la sociedad, sino todo lo contrario⁴⁰. La inclusión de estas cláusulas obedece a un conflicto de interés derivado, en última instancia, de la personificación y de la limitación de responsabilidad de los socios de las sociedades de capital.

Ante la insuficiencia de la «solución contractual», la alternativa es la legitimación de los acreedores para solicitar la declaración de concurso necesario, que debería desencadenar un cambio abrupto en la estructura de gobierno corporativo, con independencia de la valoración de la empresa en crisis. Sin embargo, el procedimiento concursal se centra fundamentalmente en la solución al problema de acción colectiva que padecen los acreedores. Ciertamente, el deudor es intervenido o suspendido *ex lege* en el ejercicio de las facultades de administración y disposición sobre su patrimonio⁴¹. Además, el quórum y la mayoría necesarios para la constitución de la junta de acreedores y la aprobación del convenio se fijan con referencia a los créditos concursales⁴². Sin embargo, al más puro estilo del despotismo ilustrado («*todo para los acreedores, pero sin los acreedores*»⁴³), los principales destinatarios del concurso carecen de suficiente poder de decisión sobre la solución

³⁷ Vid. *Infra* V.4.

³⁸ Vid. *Infra* V.5 y VI.1.

³⁹ Vid. *Infra* V.4.

⁴⁰ *Idem*.

⁴¹ Véase, por ejemplo, los artículos 22, 40, 44 y 48 de la Ley Concursal (*Vid. Infra* VI).

⁴² Véase los artículos 116.4, 124 y 134 de la Ley Concursal. Esa cuestión orilla la circunstancia de que, a raíz de la valoración de la empresa y de su comparación con el pasivo exigible, los titulares residuales pueden ser, por ejemplo, los acreedores con privilegio general o los subordinados.

⁴³ La referencia original es «*Tout pour le peuple, rien par le peuple*». La frase fue parafraseada por los jacobinos durante la Revolución francesa: «*Tout pour le peuple et par le peuple*» y, posteriormente, por Abraham Lincoln para definir el sistema democrático: «*Government of the people, by the people, and for the people*» (Discurso de Gettysburg, 1863).

a la insolvencia y otras decisiones esenciales en el marco del procedimiento⁴⁴. Señaladamente, el derecho de la insolvencia reconoce al deudor la facultad de solicitar la liquidación en cualquier momento⁴⁵, incluso para oponerse a la aprobación judicial del convenio, frustrando así la voluntad mayoritaria de los acreedores (soberana, en la medida en que no haya conflicto de interés)⁴⁶. Por el contrario, los acreedores no están legitimados para solicitar la liquidación (salvo en casos de incumplimiento de convenio *ex art. 142.2.II LC*)⁴⁷.

Sin duda, la reasignación de derechos políticos está justificada cuando los socios se encuentran «*out of the money*» o en la fase de liquidación, que no es más que una vía de apremio colectiva. Ahora bien, al igual que ocurre en el marco del derecho societario, evidentes razones prácticas y de seguridad jurídica aconsejan que el cambio en el gobierno corporativo de la empresa en crisis se asocie a la declaración⁴⁸, posponiendo la cuestión de la valoración de la empresa a la solución del concurso. Por otra parte, si la declaración de concurso supone un cambio evidente en el gobierno corporativo de la empresa en crisis, hay incentivos para solucionar *ex ante* el problema de agencia descrito. Conforme al derecho en vigor, las negociaciones pueden resultar distorsionadas por la amenaza de la calificación de los acreedores profesionales como administradores de hecho u ocultos, y por la estructura de incentivos que fomenta el concurso de acreedores, donde el deudor mantiene el poder de decisión sobre decisiones estratégicas que afectan a la solución de la insolvencia⁴⁹. De forma inconsistente, sin embargo, se impone una «amenaza» a los socios que se oponen legítimamente a ciertos acuerdos de refinanciación con cambio de control en el marco de la estructura de gobierno corporativo del derecho societario⁵⁰. Aunque es

⁴⁴ Tirado, I. *Los administradores concursales*, Cizur Menor, Civitas, 2005, páginas 77 a 80 (especialmente: nota a pie 31).

⁴⁵ Véase los artículos 128.3 y 142.1 de la Ley Concursal. Cuando menos, este derecho debería encontrar una excepción en aquellos casos donde el convenio conlleva un cambio de control (art. 42 CCo), pues, entonces, no resultaría aplicable el derecho a la libertad de empresa (art. 38 CE). *Vid. Infra VI.2.7.9.*

⁴⁶ Cuestión distinta es el análisis desde la perspectiva del deber de neutralidad. *Vid. Infra III.4 y VII.2.8.*

⁴⁷ Por otro lado, la declaración de concurso debería suponer una excepción frente a determinadas competencias implícitas de la junta general (art. 160 f LSC) y la facultad de intervención en materia de gestión empresarial (art. 161 LSC). Además de exacerbar el problema de gobierno corporativo de la empresa en crisis descrito, pueden dar lugar a situaciones de bloqueo. *Vid. Infra VI.2.3 y X.4.*

⁴⁸ Con todo, el cambio en el gobierno corporativo que se propone asociar a la mera declaración de concurso no alcanzaría a la reasignación de derechos políticos asociados a la condición de socio, sino a limitar ciertas competencias y facultades procesales en el seno del concurso.

⁴⁹ *Vid. Infra VI.2.*

⁵⁰ Véase los artículos 164.1 165.2, 172.2.1^o y 172 *bis* de la Ley Concursal. *Vid. Infra IX.*

cierto que este mecanismo de responsabilidad *ex post* puede facilitar el cambio de control de la empresa en crisis, es de crucial importancia diferenciar perfectamente ambas estructuras de gobierno corporativo (la societaria y la concursal), en aras de establecer parámetros claros para los administradores (cuyos deberes fiduciarios deberían resultar inalterados⁵¹) en su labor de maximizar el valor de la empresa en la promoción del interés social.

Así, la solución que se analiza para abordar el problema de agencia descrito no exige reformar el derecho societario (ni reforzar la protección de los acuerdos de refinanciación), sino radicalizar los efectos asociados a la declaración del concurso en materia de gobierno corporativo. El trabajo ambiciona adentrarse en la apasionante pero empeñada tarea de coordinar el derecho societario y el derecho de la insolvencia en dicha materia.

1.3. *El concurso como un procedimiento facilitador del cambio de control de empresas en crisis pero económicamente viables. La cuestión de la valoración de la empresa. Mercado de «Loan to Own»*

Mientras que la mera declaración debería suponer un cambio radical en el gobierno corporativo de la empresa en crisis, la función del concurso como catalizador de la toma de control de empresas en crisis, pero económicamente viables, debería depender necesariamente de la valoración. Se trata de un corolario de las reglas imperativas de prelación de pagos, que deberían ser aplicables en la sección quinta con independencia de la solución a la insolvencia: liquidación o convenio (a salvo de la autonomía de la voluntad, en este segundo caso⁵²). La valoración se revela como el elemento crucial para la asignación de derechos económicos y políticos en la sociedad titular de la empresa reestructurada.

En el procedimiento de apremio, si el producto de la realización forzosa del bien o derecho es superior al crédito, el deudor obtiene el remanente (en el bien entendido de que no haya cargas posteriores). Si, por el contrario, el valor razonable es inferior a la deuda, el deudor no percibe nada; al contrario, aún debe la parte remanente del crédito (art. 1911 CC). Lo mismo ocurre en la liquidación concursal (los socios obtienen su cuota de liquidación si el producto de la enajenación de la empresa excede del importe de los créditos contra la masa y concursales).

⁵¹ Vid. *Infra* III.9 y IV.3.2.

⁵² Vid. *Infra* VI.3.

Respecto al convenio, la observancia de las normas imperativas de prelación de pagos puede no resultar tan evidente. Existen fundamentalmente dos tipos de derechos económicos frente a una sociedad: el de los acreedores (determinado contractualmente) y el de los socios (dependiente de la existencia de excedente empresarial y del acuerdo de distribución de dividendos). Ambos deberían tenerse en cuenta en la reasignación de derechos económicos y políticos resultante de la aprobación del convenio. Por ejemplo, sea una sociedad de proyecto declarada en concurso con un pasivo de 100 millones, de los cuales: 40 millones corresponden a créditos financieros con privilegio especial, 35 millones a créditos financieros ordinarios por exceder del valor de las garantías reales correspondientes (art. 94.5 LC) y 25 millones a préstamos participativos concedidos por los socios. El valor razonable de la empresa es 70 (por lo que la deuda que puede asumir la sociedad no puede exceder de esta cuantía⁵³). La propuesta de convenio (patrocinada por los acreedores financieros) contempla, atendiendo a dicha valoración, una nueva estructura financiera para la sociedad (convenio de continuidad): 10 millones de patrimonio neto y 60 millones de pasivo exigible a largo plazo. Pues bien, de los 60 millones de deuda disponibles, 40 corresponderían a los acreedores con privilegio especial (si se adhirieran como clase *ex art.* 134.3 LC) y 20 a los créditos financieros ordinarios que, no obstante, capitalizarían 10 millones como patrimonio neto (capital y prima), soportando una quita implícita de 5 millones. Los acreedores de créditos subordinados no obtendrían ningún tipo de recuperación y los socios perderían el control de la sociedad, pues se hallan «*out of the money*». Su derecho económico no es realizable porque la valoración de la empresa no es ni siquiera suficiente para pagar a los créditos ordinarios (lo mismo ocurre con los acreedores de créditos subordinados). En consecuencia, salvo pacto en contrario, el respeto a las reglas imperativas de prelación de pagos impide la imposición de quitas a los acreedores si los socios mantienen su participación en el capital social del deudor.

No en vano, la doctrina científica estadounidense caracteriza los procedimientos judiciales de insolvencia como una venta forzosa de los activos del deudor («*forced*

⁵³ Si se ha seguido un modelo de descuento de flujos de caja libre, 70 es el valor actual (descontado) de las rentas que generará la sociedad a futuro. En principio, salvo error en las asunciones, no habrá excedente futuro con el que poder pagar más deuda. El eventual excedente corresponderá a los nuevos socios (los acreedores subordinados de entre todos aquellos que tienen un interés económico realizable en la empresa reestructurada). En el ejemplo expuesto, esta condición recae sobre los acreedores de créditos ordinarios, por lo que estos recibirían, por una parte, derechos económicos como acreedores (crédito refinanciado) y, por la otra («*fulcrum security*»), participación en el capital social de la sociedad reorganizada.

sale»)⁵⁴ a favor de los acreedores. En el convenio («*plan of reorganization*» del *Chapter 11*), existe la posibilidad de extender los efectos a clases disidentes enteras («*cramdown*») –no únicamente a los disidentes de una clase que vota a favor y aprueba el convenio⁵⁵–. Para ello, el «*fair and equitable standard*» o «*absolute priority rule*» exige la observancia de las normas imperativas de prelación de pagos (no cabe pacto en contrario⁵⁶). Así, en los convenios de continuidad con extensión a clases disidentes, el capital de la sociedad reestructurada corresponde a los acreedores de menor rango de entre los que se encuentren «*in the money*» cuando el valor de la empresa es inferior a la deuda⁵⁷. Alternativamente, la empresa se transmite como unidad económica en funcionamiento («*going concern*») a favor de un tercero, de forma que aquellos satisfagan sus créditos con cargo al producto de la realización de la empresa (*Chapter 7* –liquidación–)⁵⁸. Desde esta perspectiva, cabe caracterizar el procedimiento como un mecanismo facilitador de ese proceso de toma de control de empresas en crisis («*market for corporate control*»).

En derecho español, la posibilidad de extensión de efectos a clases disidentes sólo se contempla respecto a los acreedores de créditos subordinados (art. 134.1.II LC)⁵⁹. Sin embargo, aunque los créditos ordinarios no hayan sido satisfechos íntegramente, hay que conferir el mismo trato (aun postergado) a los titulares de créditos subordinados (aunque estén «*out of the money*»), lo que se compadece mal con la «*absolute*

⁵⁴ Véase Adler, B., Baird, D. y Jackson, T. *Bankruptcy. Cases, Problems, and Materials*, op. cit., páginas 667 a 678 (especialmente: página 669) «*if we take a snapshot of the business before and after the Chapter 11, we would not be able to tell whether there has been a Chapter 11 or a traditional corporate control transaction. The business may now be folded into another. Even if it is not, the old shareholders are gone as are the old managers and the old board. New managers run a business whose operations have been streamlined and whose workforce has been reduced. The process itself resembles the takeover battles we see elsewhere. Corporate raiders square off against each other in a bidding war, while the board's independent directors pay careful heed to their fiduciary duty to maximize the sale price*».

⁵⁵ En este caso, el remedio a disposición de la disidencia es el «*best-interests test*». El proponente del plan debe acreditar que la solución supone una recuperación al menos idéntica que la que obtendría la disidencia en caso de apertura inmediata de la liquidación concursal. *Vid. Infra* VI.3.1.2 y VIII.2.4.

⁵⁶ Cabe pacto en contrario si no se extienden los efectos del convenio a clases disidentes, en cuyo caso, la negociación puede llevar a un convenio de continuidad sin cambio de control.

⁵⁷ En la práctica, salvo que la clase de acreedores ordinarios vote a favor del convenio, los socios pierden su condición de tales en la sociedad refinanciada (*Vid. Infra* VI.3.1.1).

⁵⁸ Al igual que ocurre en el caso español (art. 43.2 LC), también es posible la venta de la empresa o una unidad productiva durante la tramitación de cualquiera de los dos procedimientos (véase la sección 363 del *U.S. Bankruptcy Code*).

⁵⁹ Patológicamente, el apartado tercero de la disposición adicional cuarta de la Ley Concursal computa los votos de los acreedores con garantía real a la hora calcular las mayorías necesarias para la extensión de efectos del acuerdo de refinanciación a los créditos financieros sin garantía. *Vid. Infra* VIII.2.6.

priority rule». Además, en un buen número de convenios de continuidad (o de acuerdos de refinanciación), los acreedores soportan quitas y esperas, en tanto que los socios, a pesar de estar «*out of the money*», mantienen el control de la sociedad y, en consecuencia, la expectativa de rentas futuras una vez que la sociedad reestructurada vuelva a la senda de beneficios⁶⁰. Cuestión distinta es que estas soluciones sean abonadas por la incertidumbre asociada a la liquidación, la confianza de los acreedores en los administradores y el resto del equipo directivo, la existencia de socios estratégicos, el desconocimiento del sector o, simplemente, que sean el fruto del buen hacer del deudor en las negociaciones⁶¹.

No se oculta que la mayoría de los acreedores titulares de créditos comerciales, laborales, públicos y financieros no ambicionan tomar el control de una empresa por no disponer de los conocimientos, las habilidades y la experiencia precisa para administrarla. Sin embargo, existen acreedores profesionales especializados en la toma de control, gestión y reestructuración de empresas insolventes, pero económicamente viables, a través de la cesión de créditos de dudoso cobro. Desde una perspectiva de gobierno corporativo, el mercado de «*Loan-to-Own*»⁶² desempeña el mismo papel que las OPAS hostiles en el mercado de valores⁶³. Ante determinadas señales (en este caso la insolvencia), los inversores profesionales están dispuestos a invertir en unos activos susceptibles de gestión óptima por terceros distintos al órgano de administración actual. La situación de «*financial distress*» revela que la empresa económicamente viable, ante el nivel de deuda asumido, es incapaz de invertir en proyectos con valor actual neto positivo (o incluso de continuar la actividad de una empresa con una ventaja comparativa que le reporta beneficios

⁶⁰ Siguiendo con el ejemplo, si fuera aplicable el derecho federal estadounidense, la propuesta se aprobaría pese a la oposición de los acreedores subordinados y de los socios, salvo que acreditaran que el valor de la empresa es superior a 70 y que, por tanto, les correspondería cierta asignación de derechos políticos y económicos. Por esta misma razón (carencia de un interés económico realizable), los socios no podrían promover la liquidación a través del órgano de administración. El deudor sólo podría pedir la liquidación (conversión de *Chapter 11* a *Chapter 7*) en caso de concurso voluntario, si el deudor no hubiera sido suspendido en el ejercicio de las facultades de administración y disposición sobre su patrimonio, y si no hubiera habido una previa conversión del *Chapter 7* en *Chapter 11* (por ejemplo, a instancias del proponente del convenio). *Vid. Infra* VI.2.7.6.

⁶¹ El coste (o la disponibilidad) de financiación post-concursal para mantener la actividad empresarial hasta que se produzca dicha venta forzosa también es un elemento relevante a tener en cuenta.

⁶² Esta expresión hace referencia a la concesión de financiación (o a la cesión de créditos ya concedidos) para la toma de control de sociedades insolventes pero económicamente viables. No se vulnera la prohibición de pacto comisorio (art. 1859 CC) porque la toma de control de la sociedad o de la empresa se realiza en estricto cumplimiento de las normas de prelación crediticia. Por otro lado, la mayor rentabilidad que puede obtener un cesionario también se traduce en una mayor flexibilidad para la concesión de quitas y esperas.

⁶³ *Vid. Infra* X.

recurrentes). Estos inversores pueden ser acreedores que proponen un convenio de continuidad con cambio de control o de asunción (art. 113 LC), u ofertantes en el marco de la adjudicación de la empresa durante la fase común (sección tercera) o en la sección quinta, en la fase liquidación concursal (arts. 148 y 149 LC). En ausencia de situaciones de conflicto de interés transaccional, como estos inversores favorecen la adopción de una solución a la insolvencia (atacando la posible apatía de otros acreedores y favoreciéndoles una salida mediante la cesión del crédito), el interés de los demás acreedores goza de la misma protección que si la propuesta proviniera del deudor. Además, el propio objetivo de tomar el control de la empresa fomenta que estos inversores estén dispuestos a financiar la continuidad de la actividad empresarial durante el concurso⁶⁴.

En definitiva, el cambio de control de la sociedad o de la empresa en crisis no vulnera la prohibición de pacto comisorio (art. 1859 CC), pues es consecuencia del estricto cumplimiento de las reglas imperativas de prelación de pagos en cualquiera de las dos posibles soluciones a la insolvencia: la convencional o la liquidativa. Tampoco supone una «expropiación», dado que la justificación bastante (cfr. art. 33 CE) respecto al cambio de control reside, precisamente, en que la valoración de la empresa es inferior al pasivo exigible o, en todo caso, en la situación de insolvencia judicialmente declarada -cuando menos, en acudir a otro procedimiento judicial de insolvencia (como el de homologación)-. Si la norma concursal es suficientemente clara, el órgano de administración (y los socios) mostrarán *ex ante* mayor flexibilidad para ceder parte del control a favor de los acreedores en el marco de las negociaciones de un acuerdo de refinanciación susceptible de evitar el concurso (orillando, así, el riesgo de la pérdida de control total⁶⁵).

⁶⁴ A salvo del correspondiente contraste empírico, la correlación entre la solución de ambos conflictos de interés («horizontal» y «vertical») debería ser positiva, siempre que se introduzcan mecanismos de protección frente a conflictos de interés de la mayoría de los acreedores (*Vid. Infra* VII.2.9 y VIII.2.9).

⁶⁵ El convenio de continuidad sin cambio de control será inhabitual cuando el deudor haya rechazado una propuesta previa de acuerdo de refinanciación en términos sustancialmente similares (sin perjuicio de la «amenaza» de los arts. 164.1, 165.2, 172.2.1^o y 172 *bis* LC). Aunque es una cuestión empírica, las soluciones a las situaciones de «*financial distress*», donde los socios se hallen «*out of the money*» y se dé una lucha por el control de la empresa, serán fundamentalmente dos: acuerdo de refinanciación o cambio de control en el marco del concurso (convenio de continuidad con capitalización de créditos, convenio de asunción o enajenación de la empresa en liquidación).

1.4. Mecanismos para paliar los riesgos expropiatorios de las soluciones convencionales a la insolvencia

1.4.1. Test de liquidación o «*best-interests test*»

Toda solución a un problema de acción colectiva plantea un equilibrio entre la promoción del interés común y la tutela de los minoritarios. En el derecho de la insolvencia, el principal problema que afecta a los acreedores minoritarios (o incluso a los socios) es la imposición de soluciones convencionales (acuerdo de refinanciación, acuerdo extrajudicial de pagos o convenio) que puedan resultar sub-óptimas (o incluso expropiatorias⁶⁶) en comparación con la recuperación que obtendrían en la liquidación concursal (riesgo de «*squeeze out*»). El problema se soluciona si se garantiza que el acuerdo les proporciona, al menos, la misma recuperación que correspondería a los disidentes en la liquidación concursal («*best-interests test*»)⁶⁷. La acreditación de la bondad de la propuesta debería corresponder, como carga, al proponente. Ahora bien, al menos en el marco del concurso, no se trataría de una suerte de «derecho de separación» a favor de los acreedores que prueban que la solución convencional es sub-óptima, sino de una causa de oposición a la aprobación judicial de la propuesta⁶⁸. A raíz de ello, o bien se modifica la propuesta o bien se solicita la liquidación.

A la inversa, la aprobación judicial del convenio mayoritariamente aprobado (o la homologación del acuerdo de refinanciación) no debería depender de la oposición minoritaria de quien se halla «*out of the money*». El ejercicio de este derecho político debería someterse al cumplimiento de una carga: la acreditación de que la solución convencional supone una menor recuperación del crédito que la que obtendría el acreedor disidente en la liquidación concursal (atendiendo a la estimación del producto que se obtendría mediante la enajenación de la empresa como unidad económica en funcionamiento de la realización individual de los bienes y derechos del deudor). El derecho a formular oposición tendría, así, una base económica que

⁶⁶ La propuesta será *sub-óptima* cuando, siendo respetuosa con las normas de prelación crediticia, no maximice la recuperación de los acreedores en comparación con la solución liquidatoria, y *expropiatoria* cuando, sin ser una solución mejor que la liquidatoria, no sea respetuosa con las normas de prelación crediticia (en términos económicos, el art. 134.1.II LC permite recuperaciones de los acreedores subordinados superiores a las que obtendrían en un escenario de liquidación).

⁶⁷ También conocido como «*best interest of creditors test*». Véase, en este sentido, la Comunicación de la Comisión de la Unión Europea de 12.III.2014.

⁶⁸ Vid. *Infra* VI.3.1.2 y VIII.2.4.

evitaría arriesgar la opción adoptada por la mayoría mediante acciones guiadas por intereses espurios. En definitiva, al igual que la asignación de derechos económicos y políticos en la empresa reestructurada, la protección del disidente en el marco de la solución del concurso se traslada a la cuestión primordial de la valoración de la empresa o de la unidad productiva.

1.4.2. Conflictos de interés transaccionales

Como en el ámbito del derecho societario (arts. 190 y 230 LSC), las situaciones de conflicto de interés transaccionales también deberían ser objeto de supervisión judicial, bien mediante la suspensión del ejercicio del derecho de voto *ex ante*, o bien mediante el sometimiento de la propuesta a un estándar de revisión reforzado *ex post*, en el marco de la oposición a la aprobación judicial del convenio⁶⁹.

2. Primera tesis auxiliar: interés del concurso e interés social

2.1. *Del interés de los socios al interés de la sociedad*

Este trabajo cuestiona una interpretación estricta de la teoría contractualista del interés social (o de la «soberanía del deudor», en el marco del concurso). Los incentivos de los socios pueden no alinearse con el interés social en situaciones de insolvencia actual o inminente, cuando el valor razonable de la empresa es inferior a la deuda⁷⁰. Por tanto, en estas situaciones la teoría contractualista del interés social se compadece mal con el objetivo de maximizar el valor empresarial de forma sostenida a medio y largo plazo.

2.2. *El interés social no varía en situaciones de insolvencia*

La variabilidad que se propugna respecto a la identidad de los inversores (socios o acreedores) con mejores incentivos para conformar la voluntad de la sociedad no supone un cambio en el interés social, que se mantiene incólume: la maximización de forma sostenida del valor de la empresa a medio y largo plazo.

⁶⁹ Sería el caso de los acreedores mayoritarios que proponen un convenio de asunción a favor de una sociedad controlada por ellos mismos. *Vid. Infra* VI.2.9 y VIII.2.9.

⁷⁰ *Vid. Infra* II.3 y V.2.

2.3. *Identificación del interés del concurso con el interés social*

La afirmación de que el interés del concurso coincide con el de los acreedores se asocia a la función primordial del procedimiento (la solutoria), como mecanismo tendente a solucionar un problema de acción colectiva. Desde el punto de vista del gobierno corporativo de la empresa en crisis, la identificación del interés del concurso con el de los acreedores es coherente cuando el valor razonable de la empresa es inferior a la deuda. Desde esta perspectiva, el interés del concurso no deja de ser la expresión del interés social de la sociedad insolvente.

3. Segunda tesis auxiliar: la sociedad (o la empresa) como destinataria de los deberes fiduciarios de los administradores

3.1. *La sociedad como destinataria de los deberes fiduciarios*

Los deberes fiduciarios de los administradores sociales tampoco deberían variar en situaciones de insolvencia. Los destinatarios no son los socios en su conjunto ni mucho menos quienes los proponen o designan, sino la propia sociedad. Lo mismo ocurre cuando los acreedores se convierten en los titulares residuales. Los administradores deben promover en todo caso el interés social. Cuestión distinta es que, en situaciones de insolvencia donde el valor empresarial es inferior al pasivo exigible, el interés social se identifique en mayor medida con el interés de los acreedores que resultan beneficiados marginalmente por la eficiencia en la gestión.

3.2. *Los deberes fiduciarios son «impermeables» a la insolvencia*

El reconocimiento del conflicto de interés entre socios y acreedores no debería exponer a los administradores sociales a un mayor número de demandas por infracción de sus deberes fiduciarios (lo que podría afectar a la diligencia exigida en el desempeño de su cargo), sino todo lo contrario. Con ello se protegería a los administradores que, en situaciones cercanas a la insolvencia, adopten decisiones que busquen maximizar el valor empresarial a medio y largo plazo, aunque puedan resultar perjudiciales para los socios.

3.3. *El deber de neutralidad en el marco de la insolvencia*

Con todo, el estatuto de los administradores respecto al cambio de control en situaciones de insolvencia plantea diversas cuestiones, para las que conviene traer a

colación el debate presente en otros ámbitos del derecho mercantil, señaladamente en el de las ofertas públicas de adquisición de valores. La cuestión es si el órgano de administración debería adoptar un rol pasivo (*rectius*, neutro) ante una propuesta que implique un cambio de control (a nivel del deudor o de la empresa) o, por el contrario, promover una subasta, susceptible de maximizar la recuperación del crédito de los acreedores, a través de los principios de publicidad y concurrencia⁷¹.

4. Tercera tesis auxiliar: la generación o agravación de la insolvencia como un criterio de determinación del daño

La generación o agravación de la insolvencia no debería dar lugar a una acción distinta de la social⁷². Se trataría, mejor, de un criterio de determinación del daño causado a la sociedad. Además de aclarar la clasificación del crédito en el concurso del administrador, concluiría el debate (superado tras la vorágine reformista del legislador) en torno a la naturaleza de la responsabilidad concursal y permitiría prescindir de ciertas presunciones de concurso culpable o culpabilidad, que poco o nada tienen que ver con la generación o agravación de la insolvencia⁷³.

Los acreedores estarían legitimados para ejercitar la acción social⁷⁴, cuyo producto ingresaría en la masa activa para pagar a los acreedores, tal y como ocurre con la responsabilidad concursal (art. 172 *bis*.3 LC). Se pondría fin a la situación actual, donde, pese a que los acreedores ostentan la condición de parte para alegar cuanto estimen oportuno a propósito de la calificación del concurso, coadyuvar en la concreta petición formulada (art. 168 LC) y para recurrir la sentencia (art. 172 *bis*.4 LC), la Ley impone al juez el archivo de la sección de calificación si tanto la administración concursal como el Ministerio Fiscal coinciden en calificar el concurso

⁷¹ *Vid. Infra* III.4 y VI.2.8.

⁷² También se propone la supresión de la responsabilidad solidaria *ex lege* del artículo 367 de la Ley de Sociedades de Capital. El artículo 19.1 de la Directiva 2012/30/UE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 25 de octubre de 2012, establece la disolución obligatoria por pérdidas graves, pero no semejante régimen de responsabilidad.

⁷³ Véase las sentencias de la sala primera del Tribunal Supremo de 16.VII.2012 (RJ 2012, 9330; ponente: Rafael Gimeno-Bayón), 14.XI.2012 (RJ 2013, 1614; ponente: Rafael Gimeno-Bayón) y 20.XII.2012 (RJ 2013, 1623; ponente: José Ramón Ferrándiz), entre otras.

⁷⁴ Esta propuesta requeriría modificar también el artículo 48 *quáter* de la Ley Concursal, que otorga legitimación exclusiva a la administración concursal para ejercitar la acción social, en contra de la norma general (art. 240 LSC).

como fortuito (arts. 169 y 170 LC)⁷⁵. La intervención adhesiva simple (art. 13 LEC) se transformaría en legitimación extraordinaria (art. 10.II LEC) y subsidiaria (art. 240 LSC) para actuar en nombre y representación de la sociedad. Si la principal razón de ser del concurso es el problema de acción colectiva, para lo que se limitan los derechos individuales de los acreedores en beneficio del común, tiene difícil justificación la restricción de la legitimación para el ejercicio de la acción social, cuyo producto beneficia, indirectamente, al conjunto de los acreedores. Por la misma razón, se propone eliminar la restricción a la legitimación extraordinaria y subsidiaria para el ejercicio de la acción social (art. 48 *quáter* LC).

5. Cuarta tesis auxiliar: la empresa en lugar del deudor como foco de atención del derecho de la insolvencia. «Fresh start» de personas físicas frente a reestructuración empresarial

La refinanciación de empresas económicamente viables no tiene por qué implicar el mantenimiento de su estructura de gobierno corporativo previa. En la práctica, la solución dependerá de la valoración de la empresa, del poder de negociación de las partes y de las circunstancias de cada caso concreto. Desde un punto de vista normativo se procura el mantenimiento de empresas, establecimientos mercantiles o unidades productivas que presentan mayor valor económico como unidad en funcionamiento («*going concern*») que a través de la liquidación individual de los activos que las componen («*piecemeal liquidation*»). Sólo en ese caso importa la evitación de destrucción de tejido empresarial como tutela mediata del interés del concurso, pues se trata de maximizar la función solutoria (el interés de los acreedores y, por el eventual remanente, de los socios).

Al derecho de la insolvencia le preocupa poco la tutela de la persona jurídica del deudor (y aún menos la de los socios). Es más, la observancia de las reglas de prelación se compadece mal con que los socios mantengan su participación en el capital social cuando el valor de la empresa es inferior a la deuda.

El «*second chance*» o «*fresh start*», promovido por la Ley 25/2015, de 28 de julio, de mecanismo de segunda oportunidad, reducción de la carga financiera y otras medidas

⁷⁵ No parece justificado remitir a los acreedores al trámite de depurar la eventual responsabilidad de la administración concursal (art. 36.1 LC); máxime cuando la Ley contempla supuestos de legitimación extraordinaria y subsidiaria a favor de los acreedores (arts. 54.4 y 72 LC). *Vid. Infra* VI.2.10.

de orden social (BOE de 29 de julio)⁷⁶, resulta de aplicación a los deudores personas físicas, pero no a las sociedades. En el caso de deudores personas físicas, el «*fresh start*» promueve una «segunda oportunidad», pues permite que el deudor disponga libremente de las rentas futuras a cambio de entregar todos sus bienes y derechos inembargables en pago de sus deudas actuales⁷⁷. Sin embargo, el «*discharge*», la refinanciación de una persona jurídica, pretende lo contrario desde un punto de vista de política legislativa. El objetivo es que la sociedad sea financiera y económicamente viable para poder pagar las deudas (se dispone de las rentas futuras para pagar a los acreedores concursales y de la masa)⁷⁸. Para ello, o bien se dota a la empresa de una nueva estructura financiera (convenio), o bien se procede a la realización de los activos de la empresa para pagar con el producto a los acreedores (liquidación).

Frente a ello, el expositivo tercero del preámbulo de la Ley 17/2014, de 30 de septiembre, por la que se adoptan medidas urgentes en materia de refinanciación y reestructuración empresarial (BOE de 1 de octubre), indica que «*el procedimiento concursal español concluye en un alto número de casos en la liquidación del deudor, de modo que la fase preconcursal resulta verdaderamente determinante para la*

⁷⁶ Dimanante del Real Decreto-ley 1/2015, de 27 de febrero, de mecanismo de segunda oportunidad, reducción de carga financiera y otras medidas de orden social (BOE de 28 de febrero).

⁷⁷ Véase el artículo 178 bis de la Ley Concursal y Adler, B., Baird, D. y Jackson, T. *Bankruptcy. Cases, Problems, and Materials*, op. cit., página 25: «*the 1898 Bankruptcy Act was the first long-lived bankruptcy statute Congress passed. It built on state law that exempted some forms of property from creditor levy, and it embraced the idea that honest individuals who encountered financial misfortune could wipe the slate clean by giving up to their creditors all their nonexempt assets. In return, individuals' debts were discharged and they enjoyed a "fresh start" free from the burden of past obligation. This simple process is now embodied in Chapter 7, the "liquidation" Chapter of the current Bankruptcy Code*» A propósito de los problemas de selección adversa y riesgo moral a los que pueda dar lugar el «*fresh start*», y cuyo análisis escapa del alcance de este trabajo, véanse las páginas 559 a 564 de la misma obra. Se sostiene, en definitiva, que el incremento de los tipos de interés ante el riesgo de acudir al «*fresh start*» es la «prima de seguro» que pagan los individuos para poder gozar de la cobertura de este mecanismo concursal.

⁷⁸ *Idem*, páginas 26 a 29 (especialmente: página 29): «*for a corporation, relief from financial distress requires only that the firm's obligations going forward are consistent with its future earnings. The aggregate obligation must be scaled back, but doing this tells us nothing about how the firm's earning should be divided among the old creditors and shareholders. Some rule of division must, of course, be found, but the policy that we are vindicating in providing for a new capital structure does not require any particular division. The policy has nothing to do with easing the burdens of any flesh-and-blood individual or ensuring the continued participation in the enterprise of any particular investor*». En efecto, el concepto de «*discharge*» en el caso del *Chapter 11* obedece a que la aprobación del «*plan of reorganization*» conlleva una novación extintiva de las obligaciones (que son asumidas por una persona jurídica distinta). Al respecto, Adler, B., Baird, D. y Jackson, T. *Bankruptcy. Cases, Problems, and Materials*, op. cit., páginas 667 a 678 (especialmente: página 676).

reestructuración financiera de las empresas»⁷⁹. La Ley 9/2015, de 25 de mayo, sobre medidas urgentes en materia concursal (BOE de 26 de mayo), introduce un matiz importante en el preámbulo (apartados I y II), pues hace referencia a la continuidad de *empresas* económicamente viables, como mecanismo solutorio, tanto en el marco del convenio, como en la liquidación concursal.

El problema deriva, en buena parte, de considerar al deudor como un bien jurídico protegido por el derecho de la insolvencia. Sin embargo, el bien jurídico es único: la función solutoria; la continuidad de la *empresa* económicamente viable obedece de forma mediata a la satisfacción de los acreedores. Una vez que se garantiza el mejor uso posible para los activos en interés de los acreedores, al derecho de la insolvencia le resultan indiferentes la solución a la insolvencia y las consecuencias que se deriven frente al propietario o el gestor de la empresa⁸⁰. La enajenación de la empresa en el marco de la liquidación no supone la destrucción del tejido empresarial, sino el cambio de control de empresas económicamente viables. Por ello, el fracaso del derecho de la insolvencia no ha de evaluarse a partir del número de sociedades insolventes liquidadas a través de la venta conjunta de la empresa, sino por el número de procedimientos que culminan con la liquidación separada de los bienes y derechos integrantes de empresas económicamente viables.

La eficacia y eficiencia del derecho de la insolvencia no debería medirse por el número de sociedades insolventes que son declaradas en concurso⁸¹ ni mucho menos por el número de concursos donde se aprueba un convenio, sino por la facilitación de la solución a los dos conflictos de interés que se pueden plantear en situaciones de insolvencia (el «horizontal» entre los acreedores y el «vertical» con los socios).

⁷⁹ Por su parte, el expositivo primero del preámbulo de la Ley 38/2011, de 10 de octubre, de reforma de la Ley Concursal, establece que: «*hoy por hoy, la mayor parte de los concursos que se tramitan concluyen con la liquidación de la empresa, el cese de actividades y el despido de los trabajadores. Realidad que tensiona el sistema legal, al que se acude menos y, en su caso, más tarde que en otros países, habida cuenta del estigma que pesa todavía sobre el concurso, como consecuencia de una concepción histórica y cultural, y sin que se haya conseguido aumentar el grado de satisfacción de los acreedores ordinarios*».

⁸⁰ Pese a no ser el bien jurídico protegido por el derecho de la insolvencia, el mantenimiento de puestos de trabajo no varía necesariamente entre la solución convencional y la liquidativa si las normas del procedimiento concursal permiten mantener el valor de la empresa para enajenarla como unidad económica en funcionamiento.

⁸¹ Gurrea, A. «El ineficiente diseño de la legislación concursal española: Una propuesta de reforma a partir de la experiencia comparada y de un análisis económico del Derecho concursal», Instituto Iberoamericano de Derecho y Finanzas (IIDF), *Working Paper Series* 6/2016, realiza una crítica del marco actual (respecto de la que se comparten un buen número de puntos de vista) para fomentar el atractivo del concurso para las empresas españolas (*Vid. Infra* VII).

6. Quinta tesis auxiliar: supresión del deber de solicitar la declaración de concurso voluntario. El concurso como una alternativa a disposición de los «stakeholders»

El concurso es un mecanismo que el legislador pone a disposición de las partes para abordar la insolvencia en caso de que no se alcance un acuerdo de refinanciación⁸². La imperatividad de las normas del procedimiento concursal (para poder determinar las posturas negociadoras *ex ante*) no exige que el concurso sea asimismo la solución debida para solucionar la insolvencia empresarial. El mantenimiento del deber de solicitar la declaración de concurso puede fomentar comportamientos oportunistas por acreedores que se hallan «*out of the money*» a costa del riesgo de responsabilidad de los administradores. La supresión del deber de solicitar la declaración de concurso voluntario no resultaría perjudicial para los acreedores con menor poder de negociación, pues mantendrían la legitimación para solicitar la declaración de concurso necesario⁸³.

El concurso es la solución idónea a la insolvencia: (i) cuando no es posible solucionar el problema de acción colectiva mediante un acuerdo de refinanciación –por ejemplo, por la cuantía, atomización y dispersión del pasivo comercial–; (ii) ante el riesgo de expropiación de los acreedores con menor poder de negociación –o incluso de los socios, si tienen un interés económico realizable– por parte de la mayoría, cuando el acuerdo de refinanciación no respete las normas de prelación crediticia propias de la liquidación concursal; (iii) frente a la virulencia del problema de agencia descrito, de modo que la declaración facilite el cambio en el gobierno corporativo y, eventualmente, la toma de control; o (iv) para acudir a determinadas instituciones, como la reintegración de actos y negocios jurídicos perjudiciales para la masa activa sin que concurra *scientia fraudis*; resolución de contratos en interés del concurso (incumplimiento eficiente); rehabilitación de contratos; nulidad de cláusulas de resolución por la sola declaración de concurso en el marco de contratos con obligaciones recíprocas y sinalagmáticas pendientes de cumplimiento por ambas partes, etc.–.

⁸² Vid. *Infra* VII.

⁸³ Vid. *Infra* VIII.2.2.

II. Competencia de los órganos sociales en materia de gestión, deber de lealtad, «interés social» e insolvencia

1. Competencias del órgano de administración, competencias implícitas de la junta general e intervención en asuntos de gestión. Infracción del deber de lealtad

1.1. *Competencias del órgano de administración*

La caracterización de la insolvencia como un posible problema de gobierno corporativo requiere realizar, como paso preliminar, un somero repaso de la distribución competencial entre los órganos sociales, así como de los remedios a disposición de los acreedores cuando los acuerdos sociales resultan perjudiciales para el interés social en beneficio de uno o varios socios o de terceros, y en materia de responsabilidad de administradores.

Es competencia del órgano de administración la gestión y la representación orgánica de la sociedad (art. 209 LSC). Los administradores responden de su gestión frente a la sociedad, como destinataria de los deberes fiduciarios de diligencia y lealtad (arts. 236 y ss. LSC). Los socios, constituidos en junta general, pueden separar a los administradores (o sustituirlos) en cualquier momento, incluso si no se ha previsto en el orden del día (art. 223.1 LSC).

El carácter orgánico de la representación de los administradores conlleva que se extienda a todos los actos comprendidos en el objeto social y, especialmente, que cualquier limitación de las facultades representativas de los administradores sea ineficaz frente a terceros de buena fe, aunque se halle inscrita en el Registro Mercantil (art. 234 LSC). Es más, la sociedad queda obligada frente a los terceros de buena fe que actúen sin culpa grave, aunque se desprenda de los estatutos inscritos en el Registro Mercantil que el acto o negocio jurídico en cuestión no está comprendido en el objeto social (art. 234.2 LSC)⁸⁴. Salvo que la mala fe del tercero vicie al acto o negocio jurídico de *anulabilidad*⁸⁵ (arts. 1259, 1265, 1300 y ss. CC), los remedios a disposición de la sociedad frente a los administradores que sobrepasan sus

⁸⁴ Al respecto, véase, por ejemplo, la sentencia del Tribunal Supremo (sala primera), de 12.XI.2013 (RJ 2013, 7820; ponente: Rafael Sarazá).

⁸⁵ Por todos, Sánchez Calero, F. *Los administradores en las sociedades de capital*, Cizur Menor, Aranzadi, 2007, página 256. No cabe duda de que se trata de la defensa de intereses privados y, por ello, disponibles por la sociedad (cfr. arts. 1309 y ss. CC).

competencias se limitan a la exigencia de un crédito resarcitorio, por medio del ejercicio de la acción social de responsabilidad (art. 238 LSC).

Frente a esta sucinta caracterización general, la Ley 31/2014, de 3 de diciembre, por la que se modifica la Ley de Sociedades de Capital para la mejora del gobierno corporativo (BOE de 4 diciembre), ha incluido ciertas novedades relevantes, tanto a efectos del reforzamiento del papel de la junta general en materia de gestión, como de las consecuencias derivadas de la infracción de deber de lealtad.

1.2. Competencias implícitas de la junta general

En primer lugar, la nueva letra f) del artículo 160 de la Ley de Sociedades de Capital⁸⁶ incluye las conocidas como «competencias implícitas»⁸⁷ entre las materias que incumben a la junta general. La junta es competente para deliberar y acordar sobre «*la adquisición, la enajenación o la aportación a otra sociedad de activos esenciales*»⁸⁸.

A diferencia de la remisión del artículo 161 de la Ley (en materia de intervención de la junta en los asuntos de gestión) al 234, el artículo 160 guarda un sugerente silencio, por lo que cabría sostener la ineficacia del negocio jurídico celebrado con un tercero de buena fe, en la medida en que la junta general no lo haya autorizado (bien como

⁸⁶ Véase asimismo el artículo 511 *bis* de la Ley de Sociedades de Capital, en materia de sociedades anónimas cotizadas. Como es sabido, el artículo 72 de la Ley otorga también competencia a la junta general para aprobar las adquisiciones de bienes a título oneroso realizadas por una sociedad anónima desde su constitución (o transformación) y hasta dos años después de su inscripción en el Registro Mercantil, cuyo importe represente, al menos, una décima parte del capital social. La finalidad de este precepto es atajar las conductas tendentes a evitar el régimen de aportaciones no dinerarias en este tipo social; véase Rojo, A. «Comentario del artículo 72», en la obra colectiva *Comentario de la Ley de Sociedades de Capital* (Rojo, A. y Beltrán E. dirs.), Cizur Menor, Civitas, 2011, páginas 657 a 666 (especialmente: página 658)

⁸⁷ «*La adquisición, la enajenación o la aportación a otra sociedad de activos esenciales. Se presume el carácter esencial del activo cuando el importe de la operación supere el veinticinco por ciento del valor de los activos que figuren en el último balance aprobado*». Véase al respecto, Fernández del Pozo, L. «Aproximación a la categoría de “operaciones sobre activos esenciales”, cuya decisión es competencia exclusiva de la Junta [arts. 160 f) y 511 bis LSC]», *La Ley Mercantil*, número 11, 2015, páginas 24-49.

⁸⁸ Es reseñable que no se hace referencia a la constitución de cargas o gravámenes (hubiera bastado con hacer referencia al poder de disposición en términos generales). Con buen criterio, el precepto ha sido objeto de una interpretación amplia por parte de la doctrina administrativa de la Dirección General de los Registros y del Notariado –entre otras, resoluciones de 26.VI.2015 (RJ 2015, 3722) y 8.VII.2015 (RJ 2015, 4033)–. Llama también la atención que la Ley proteja del mismo modo a las adquisiciones que a las enajenaciones de activos esenciales. Aunque es cierto que dependiendo de cómo se financie la operación puede afectar al endeudamiento de la sociedad, en principio, las adquisiciones no presuponen la desinversión en activos estratégicos, sino que se pagan con efectivo (otra cosa es cómo se obtenga este efectivo).

causa de nulidad *ex art. 6.3 CC* o, mejor, de anulabilidad, con base en la existencia de un vicio del consentimiento *ex art. 1300 CC*). Esta solución impone una carga sobre el tercero que contrata con la sociedad que es de difícil justificación. La seguridad y la agilidad del tráfico jurídico son las grandes perjudicadas por esta medida. El umbral legislativo (veinticinco por ciento)⁸⁹ que se establece como presunción puede resultar desproporcionado con relación a esta carga⁹⁰ –sin perjuicio de las dificultades prácticas que puede conllevar la determinación del «valor de los activos»–⁹¹. Por ello, el remedio resarcitorio debería resultar suficiente, amén de eventuales acciones penales (cfr. art. 251 CP). Con buen criterio, la Dirección General de los Registros y del Notariado ha sostenido la protección del tercer adquirente de buena fe, que actúe sin culpa grave, sin perjuicio del eventual ejercicio de la oportuna acción resarcitoria contra los administradores (arts. 4.1 CC y 234.2 LSC)⁹².

En todo caso, el acuerdo de la junta general respecto a la disposición de activos esenciales y a las oportunas instrucciones impartidas a los administradores no supone un blindaje. El acuerdo social puede ser objeto de impugnación si se acredita que es perjudicial para el interés social en beneficio de uno o varios socios o de

⁸⁹ La Ley de Sociedades de Capital establece, por otro lado, un umbral del diez por ciento a efectos de determinar cuándo corresponde a la junta general otorgar dispensa en relación con la situación de conflicto de interés que afecte a un administrador (art. 230.2.II LSC).

⁹⁰ En el mismo sentido, Fernández del Pozo, L. «Aproximación a la categoría de “operaciones sobre activos esenciales”, cuya decisión es competencia exclusiva de la Junta [arts. 160 f) y 511 bis LSC]», *op. cit.*, página 30.

⁹¹ Aunque debe tomarse como referencia el «último balance aprobado», podrán plantearse demandas a título prejudicial cuyo objeto sea la impugnación de las cuentas anuales.

⁹² Véase, entre otras, las resoluciones de 26.VI.2015 (RJ 2015, 3722) y 8.VII.2015 (RJ 2015, 4033). Esta argumentación se fundamenta con base en la sentencia del Tribunal Supremo (sala primera), de 17.IV.2008 (RJ 2008, 3521; ponente: Antonio Gullón). El Centro Directivo estima suficiente con que el órgano de representación o el representante voluntario (apoderado) manifieste la condición de «activo no esencial» en el momento del otorgamiento de la escritura (indicando que el importe de la operación es inferior a la presunción legal o, aun siendo superior, negando el carácter esencial del activo). Es reseñable, sin embargo, que la Dirección General de Registros y del Notariado se aleje de las condiciones del Informe de la Comisión de Criterios Doctrinales, de 24.IV.2015, a propósito del artículo 160 f) de la Ley de Sociedades de Capital.

terceros (art. 204.1 LSC)⁹³, sin perjuicio de la eventual responsabilidad de los administradores frente a la propia sociedad, a pesar de actuar conforme a un acuerdo adoptado por la junta general (art. 236.2 LSC)⁹⁴ –incluso si se hubiera adoptado por unanimidad–⁹⁵.

⁹³ Por ejemplo, sea una sociedad de responsabilidad limitada administrada por su socio de control (otra sociedad de responsabilidad limitada) que otorga una hipoteca sobre su principal activo en garantía de la deuda financiera de la sociedad dominante. Pese a ser sociedades del mismo grupo (art. 42 CCo.), este negocio jurídico debería ser consentido por la junta general, interpretando el artículo 162.1 de la Ley de Sociedades de Capital a la luz del 160 f) por tratarse de activos esenciales. El socio minoritario tendría legitimación para impugnar el acuerdo social por el que la junta general de la sociedad dominada consiente en otorgar dicha hipoteca. Este supuesto no recaería dentro del ámbito de aplicación material del artículo 190.1 d) de la Ley de Sociedades de Capital (pues la garantía se prestaría a favor del acreedor del socio), por lo que el socio minoritario debería acreditar (i) la existencia de conflicto de interés ex artículo 190.3; y (ii) la superación del «test de resistencia» ex artículos 190.2 y 204.3.d). Si lo lograra, al ser un conflicto de interés no meramente posicional (art. 190.3 LSC), la carga de la prueba sobre la conformidad de la constitución de la hipoteca con el interés social correspondería a la sociedad –al administrador– o a la sociedad dominante. Si caducara el plazo de caducidad de un año del artículo 205.1, el socio minoritario tendría legitimación extraordinaria directa para reclamar daños y perjuicios al administrador en nombre de la sociedad (arts. 236.3, 239.1 y 241 bis LSC). Sin embargo, salvo que la misma persona reuniera la condición de sociedad dominante y administrador (o que se diera alguno de los supuestos del art. 231 LSC), no habría infracción del deber de lealtad, por lo que el socio no podría impugnar la hipoteca (art. 232 LSC), sin perjuicio de su eventual reintegración en caso de concurso (art. 71.3.1º LC). *Vid. Infra* III.3.

⁹⁴ La sentencia del Tribunal Supremo (sala primera). de 25.VI.2012 (RJ 2012, 8853; ponente: Rafael Gimeno-Bayón), recuerda en su fundamento de derecho segundo que: «no se puede deducir que la previsión estatutaria resulta suficiente para blindar los acuerdos adoptados por la junta general –y, claro está, menos aún los adoptados por los administradores–, ya que la propia Ley parte de que las decisiones de la mayoría no siempre coinciden con los intereses de la sociedad. De ahí que el artículo 204.1 de la Ley de Sociedades de Capital autorice la impugnación de acuerdos sociales que lesionan el interés social en beneficio de uno o varios socios o de terceros. Tampoco es suficiente para eludir la responsabilidad derivada del daño a la sociedad el hecho de que los acuerdos societarios (...) no hubieran sido impugnados en su momento, (...), máxime si se tiene en cuenta que el patrimonio de la sociedad constituye la principal garantía de los acreedores sociales. De ahí que el artículo 240 de la Ley de Sociedades de Capital les autorice para el ejercicio de la acción social y la defensa de la integridad del patrimonio de la deudora».

⁹⁵ Cuestión distinta es que los socios que voten a favor de la adopción del acuerdo no puedan ir contra sus propios actos (art. 7.1 CC). Al respecto, véase las sentencias del Tribunal Supremo (sala primera), de 18.VI.2013 (RJ 2013, 4632; ponente: Rafael Sarazá) y 11.IX.2015 (RJ 2015, 3980; ponente: Sebastián Sastre). Sin embargo, la titularidad de la acción social corresponde a la sociedad, por lo que la aplicación de la doctrina de los actos propios (art. 7.1 CC) puede privar a la sociedad (y, por tanto, a los acreedores) de una externalidad positiva. Con base en esta doctrina jurisprudencial, la posible responsabilidad de los administradores que actúan conforme a un acuerdo de junta adoptado por unanimidad requiere que el ejercicio de la acción social sea ejercitado por los acreedores (art. 240 LSC) o por la administración concursal (art. 48 *quáter* LC) –sin perjuicio del ejercicio de una acción de reintegración concursal en este último supuesto, con independencia de que los administradores hayan actuado diligentemente (art. 71.1 LC) o con mala fe (arts. 73.3 y 164.2.5º LC)–.

1.3. Intervención de la junta general en materia de gestión

En segundo lugar, la facultad de la junta general de impartir instrucciones al órgano de administración, interviniendo en la gestión social, se extiende a las sociedades anónimas (art. 161 LSC)⁹⁶. No es necesario su reflejo estatutario. La norma establece la regla general (la intervención), reservando a los estatutos la introducción de la excepción⁹⁷. Naturalmente, la sociedad no podrá impugnar los actos o negocios jurídicos celebrados con terceros de buena fe en contravención de dichas instrucciones. La sociedad sólo dispondrá de la acción social de responsabilidad como remedio frente a los administradores (arts. 161, 234 y 238 LSC).

La Ley no deja lugar a dudas: la junta general es soberana para establecer el «interés social» en los ámbitos de su competencia y para impartir instrucciones al órgano de administración en asuntos de gestión⁹⁸. La cuestión es el papel que deben adoptar los administradores respecto a dichas decisiones si son potencialmente dañosas para el interés social. La lectura de ambos preceptos situaría a los administradores en una encrucijada de difícil solución: o son responsables por incumplir las instrucciones (art. 161 LSC) o, ajustando su conducta a las mismas, producen un daño al patrimonio social por el que también acaban respondiendo frente a la sociedad (arts. 236 y ss. LSC). Como solución a este dilema, se ha propuesto que los administradores analicen previamente si dichas instrucciones se ajustan a lo establecido por la Ley y los

⁹⁶ Respecto a las sociedades de responsabilidad limitada, cabe recordar también que hay materias de gestión y administración que corresponden a la junta general: (i) la prestación de asistencia financiera a los socios (salvo que se trate de sociedades del mismo grupo *ex art. 42 CCo.*) –art. 162 LSC–; (ii) la celebración de un contrato de prestación de servicios entre un administrador y la sociedad (art. 220 LSC); y (iii) la dispensa en materia de deber de lealtad de los administradores respecto al otorgamiento de financiación o garantías, y la prestación de servicios a la sociedad (art. 230 LSC). A propósito del artículo 160 f) de la Ley, la excepción del artículo 162 en materia de otorgamiento de financiación o garantías a una sociedad del mismo grupo debería interpretarse a la luz de aquél (requiriendo en todo caso el acuerdo de la junta general).

⁹⁷ Sorprende, por ello, la afirmación de la sentencia de la Audiencia Provincial de Madrid (sección 28^a) de 22.IV.2016 (JUR 2016, 125166; ponente: Borja Villena), al señalar (fundamento de derecho decimoprimer) que «*la regulación del derecho de sociedades de capital otorga progresivamente un mayor poder de gestión autónoma a los administradores de las mismas y, correlativamente, va restringiendo para los socios la posibilidad de inmiscuirse en la gestión diaria de su sociedad. Estos sólo cuentan con instrumentos de secundarios para el control de tal gestión, como el derecho de información en las juntas o la posibilidad de acciones de responsabilidad*».

⁹⁸ Este hecho constituye la excepción a la regla de que los administradores actúan como órgano representativo de la sociedad, en lugar de como mandatarios de los socios (al respecto, véase Paz-Ares, C. «Fundamentos de la prohibición de los pactos de voto para el consejo», *op. cit.*, página 6).

estatutos⁹⁹. Como les es exigible en atención a sus deberes fiduciarios (el de diligencia concretamente), los administradores asumen el deber de comprobar la legitimidad de las instrucciones conferidas. Deben acatar las instrucciones de la junta general, salvo que el acto o negocio jurídico en cuestión sea contrario a la ley, a los estatutos, al deber de lealtad¹⁰⁰, o que cause un daño a la sociedad en beneficio de uno o varios socios o de terceros. A la inversa, los administradores no pueden protegerse frente a eventuales acciones sociales de responsabilidad mediante el sometimiento de las decisiones en materia de gestión empresarial a la junta (art. 236.2 LSC) –sin perjuicio de las acciones de impugnación de acuerdos sociales oportunas–¹⁰¹.

El problema aparece cuando, a juicio de los administradores, las instrucciones pueden ser sub-óptimas. La solución propuesta parte de la jerarquía que la Ley

⁹⁹ Paz-Ares, C. «Fundamentos de la prohibición de los pactos de voto para el consejo», *op. cit.*, páginas 9 y 10.

¹⁰⁰ Como se expone en este trabajo (*Vid. Infra* II.1.4 y III.3), la infracción del deber de lealtad puede dar lugar a una acción de «enriquecimiento injusto» por la que la sociedad demande al administrador para que reintegre el beneficio obtenido (cfr. art. 1720 CC), incluso a pesar de que no se haya causado un daño al patrimonio social (art. 227.2 LSC). Se trata de una norma desincentivadora de las situaciones de conflictos de interés que refuerza las normas de los artículos 228 e) y 229 de la Ley de Sociedades de Capital. Además, el ejercicio de la acción social de responsabilidad (conjunta o separadamente de la de restitución del enriquecimiento injustamente obtenido) es compatible con la acción de impugnación de acuerdos sociales (art. 232 LSC).

¹⁰¹ Lo contrario supondría limitar la tutela de la minoría disidente (cfr. art. 239.1 LSC) a la impugnación del acuerdo social de impartición de instrucciones a los administradores conforme a las reglas generales. Semejante tesis supondría restringir la tutela de los socios cuya participación es inferior al uno por ciento del capital de las sociedades no cotizadas al remedio resarcitorio (art. 206.1 LSC). En todo caso, este umbral es inferior al del cinco por ciento exigido para la legitimación extraordinaria y subsidiaria de los socios en cuanto al ejercicio de la acción social (arts. 168 y 239.1 LSC). Esta misma conclusión también privaría a los acreedores de la posibilidad de ejercitar la acción social (art. 240 LSC), aunque ostentan legitimación para impugnar los acuerdos de la junta (a diferencia de los del consejo *ex* arts. 206.1 y 251.1 LSC), aunque con una notable diferencia en cuanto a acceso a información se refiere. Sin duda, esta interpretación sería nociva desde una perspectiva de gobierno corporativo, dado que las instrucciones de la junta otorgarían una defensa a los administradores que actúan en contra del interés social, de la que no dispondrían en caso contrario.

establece en materia de intervención de la junta en la gestión social¹⁰². Según esta tesis, los administradores no deben entrar a valorar la oportunidad de las instrucciones dadas. Si la junta general es soberana para determinar el interés social, también lo es para impartir las instrucciones que tenga por oportunas para procurar su consecución (o su maximización). Ahora bien, en caso de que la actuación de los administradores que cumplieron las instrucciones impartidas por la junta resultara eventualmente dañosa (sin interrupción del nexo causal), la sociedad carecería de acción frente a los administradores (art. 7.1 CC)¹⁰³. La excepción es que la acción fuera ejercitada por los acreedores¹⁰⁴, en cuyo caso, no obstante, los administradores (si no la propia junta) deberían gozar de la regla de la protección de la discrecionalidad empresarial (art. 226.1 LSC)¹⁰⁵.

¹⁰² Paz-Ares, C. «Fundamentos de la prohibición de los pactos de voto para el consejo», *op. cit.*, páginas 11 y 12. El profesor Paz-Ares, comparando la cuestión con la limitación de los órganos jurisdiccionales en cuanto al análisis de la oportunidad de los acuerdos sociales que no dañan el patrimonio de la sociedad ni de terceros, acuña el concepto de «empresa jurisdiccional» y de «legitimación democrática» de los socios frente a la «tecnocrática» de los administradores, a la hora de analizar si las instrucciones impartidas se compadecen con la maximización del interés social. «*El problema se plantea cuando el administrador enjuicia la conformidad de las instrucciones con los principios relevantes y, específicamente, con la cláusula general del “interés social”. Como fácilmente se advierte, en este caso el riesgo estriba en que a través del test previo colapse el carácter verdaderamente vinculante de las instrucciones y, consiguientemente, se destruya la relación de jerarquía a que obedece. Me explico: si el interés social se concibe como un principio o directriz de actuación -sea la “creación de valor” o cualquier otra (ahora no importa determinarla)-, podría estimarse que los administradores están sujetos a un “mandato de optimización”, para decirlo con la expresión de Alexy. La objeción que entonces cabría formular al planteamiento estándar es la siguiente: partiendo de la premisa de que la idea de optimización está ligada a la idea del punto más alto, necesariamente llegamos a la conclusión lógica de que no existe margen para la acción o decisión de la junta general, con lo que virtualmente quedaría privada de su potestad de configurar o intervenir en la gestión. La razón se comprende sin esfuerzo: la tesis del punto máximo parte del presupuesto metodológico de que existe una sola respuesta correcta. Y si es así, el papel de la junta desaparece, bien porque su decisión es innecesaria (si es conforme al interés social sería en todo caso la decisión que habrían tomado los administradores), bien porque su decisión es ineficaz (si no es conforme al interés social, no vincula a los administradores). La idea de optimización conduciría a alterar la relación de jerarquía, despojando de poder a la junta y residenciándolo en los administradores encargados de realizar el test de legitimidad y, en última instancia, en los jueces llamados a revisar la procedencia del test realizado por los administradores. A la postre acabaríamos en lo que podría denominarse la “empresa jurisdiccional” (...).Este discurso abstracto tiene una función concreta: mostrar que la cláusula del interés social no puede ser utilizada para redistribuir el poder dentro de la sociedad y sustituir la legitimación “democrática” de la mayoría por una suerte de legitimación “tecnocrática” de los administradores. El interés social ofrece una guía más o menos cierta para la actuación de los administradores (dependerá del contenido que se le asigne), pero, en el amplio margen de duda o discreción que le es inherente, lo define la mayoría mediante la agregación de preferencias individuales».*

¹⁰³ véase las sentencias del Tribunal Supremo (sala primera), de 18.VI.2013 (RJ 2013, 4632; ponente: Rafael Sarazá) y 11.IX.2015 (RJ 2015, 3980; ponente: Sebastián Sastre).

¹⁰⁴ Vid. *Infra* III.5 a propósito del artículo 240 de la Ley de Sociedades de Capital.

¹⁰⁵ Vid. *Infra* III.2.4.

En definitiva, la deferencia opera en términos de soluciones sub-óptimas (a juicio de los administradores), pero no, por ejemplo, cuando se puede dañar el interés social, en beneficio de determinados socios o de terceros (art. 204.1.I LSC); ni cuando, sin responder a una causa razonable para la sociedad, el acuerdo, inocuo para el interés social, perjudica a los socios minoritarios (art. 204.1.II LSC). Dicho de otro modo, el ámbito del «test de legitimidad» al que deben someter los administradores las instrucciones impartidas por la junta es el mismo al que deberían ceñirse los órganos jurisdiccionales en materia de impugnación de acuerdos sociales por ser contrarios al «interés social»¹⁰⁶. También vale decir, en materia de determinación del «interés social» y de impartición de instrucciones en materia de gestión, que la junta disfruta de la misma protección de la discrecionalidad empresarial que los administradores (art. 226 LSC)¹⁰⁷.

1.4. Deber de lealtad. Remedios

En tercer lugar, la reforma refuerza el deber de lealtad de los administradores (art. 227.1 LSC). En ocasiones, el término da lugar a confusión. A pesar de la dicción literal del precepto, el deber de lealtad no se infringe por no actuar conforme al mejor interés de la sociedad. De lo contrario, cualquier infracción del deber de diligencia supondría también una vulneración del deber de lealtad. Cuando el artículo 227.1 de la Ley de Sociedades de Capital indica que los administradores deben «*desempeñar el cargo con la lealtad de un fiel representante, obrando de buena fe y en el mejor interés de la sociedad*», está estableciendo que los administradores deben promover el interés social por encima de todo interés personal¹⁰⁸. Y ello incluso si la situación de conflicto de interés no causa inmediatamente un daño al patrimonio social (cfr. arts. 1720 CC

¹⁰⁶ Entre otras, la sentencia del Juzgado de lo Mercantil número 12 de Madrid de 30.X.2015 (núm. 190/2015; ponente: Ana María Gallego) dispone (fundamento de derecho tercero) que «*no corresponde a los tribunales valorar la oportunidad o conveniencia de las decisiones de la junta general, sino su posible lesividad*».

¹⁰⁷ Paz-Ares, C. «Fundamentos de la prohibición de los pactos de voto para el consejo», *op. cit.*, página 12.

¹⁰⁸ En palabras del Tribunal Supremo (STS -1ª- 1.XII.2015; RJ 2015, 5440; ponente: Rafael Sarazá – fundamento de derecho tercero–): «*El deber de actuar como un representante leal en defensa del interés social, entendido como interés de la sociedad, que tiene el administrador social, supone la obligación de desempeñar las funciones del cargo anteponiendo siempre el interés de la sociedad de la que es administrador al interés particular del propio administrador o de terceros. Ante cualquier situación de conflicto, el administrador ha de velar por el interés de la sociedad y dirigir su gestión hacia la consecución del objeto y finalidad social de manera óptima, absteniéndose de actuar en perjuicio de los intereses de la sociedad. Este deber de lealtad viene referido al interés de la sociedad que administra, no al de otras, aunque pertenezcan al mismo grupo, aunque sea la sociedad dominante, ni a otros intereses formalmente ajenos, como es el que se ha venido en llamar "interés del grupo"*».

y 227.2 LSC). Por tanto, no toda actuación contraria (nociva) para el interés social supone la infracción del deber de lealtad, ni siquiera cuando se atiende a otros intereses distintos del de la propia sociedad. El deber de lealtad impone la anteposición del interés social al particular.

Por tanto, no hay vulneración del deber de lealtad cuando se promueve el interés de los socios cuando carecen de un interés económico realizable frente a la sociedad, a pesar de que esta actuación de los administradores pueda resultar perjudicial para el interés social. El problema de agencia que se trata en este trabajo (administradores con incentivos alineados a los socios que se hallan «*out of the money*» por carecer de un interés económico realizable frente a la sociedad dados la valoración de la empresa y el nivel de deuda) no supone un incumplimiento del deber de lealtad, sino, eventualmente, del de diligencia (por la inversión en proyectos con valor actual neto negativo) o, acaso, del de neutralidad (en la tesis del legislador *ex art. 165.2 LC* o por identidad de razón)¹⁰⁹. No se infringe el deber de lealtad porque no hay situación de conflicto de interés, salvo que se trate de un socio-administrador (o que el administrador actúe en pos de una «retribución externa»¹¹⁰). El deber de lealtad se infringe cuando los administradores dejan de lado el interés social para promover su propio beneficio o el de una persona vinculada (art. 231 LSC). El artículo 227 de la Ley de Sociedades de Capital debería interpretarse de forma conjunta con el 226.2, respecto a la inaplicación de la «*business judgment rule*» a las infracciones del deber de lealtad: «*no se entenderán incluidas dentro del ámbito de discrecionalidad empresarial aquellas decisiones que afecten personalmente a los administradores y personas vinculadas (...)*». Por ello, las situaciones de cambio de control en el marco de la crisis empresarial no deberían analizarse bajo el tamiz del deber de lealtad generalmente.

Además de establecer la definición y ciertas obligaciones básicas derivadas del mismo (art. 228 LSC), la Ley pone énfasis en los deberes de evitación y de transparencia de las situaciones de conflictos de interés. Es decir, los administradores deben evitar, en primera persona y respecto a sus allegados, tener intereses encontrados con los de la sociedad (arts. 228.e, 229.2 y 231 LSC). Y en todo caso, el «administrador

¹⁰⁹ Vid. *Infra* III.3 y III.4.

¹¹⁰ Pueden darse situaciones de conflictos de interés aunque la contraparte no sea el propio administrador o una persona vinculada al mismo. La clave está en que se cree una expectativa de beneficio a favor del administrador que le sitúe en conflicto de interés con la sociedad. Un ejemplo de ello son las retribuciones externas de los administradores. Al respecto, Paz-Ares, C. «La anomalía de la retribución externa de los administradores», *InDret* 1/2014.

conflictuado» debe comunicar a la mayor brevedad, bien al resto de administradores, o bien a la junta general, cualquier situación de conflicto de interés, susceptible de enervar la protección de la «*business judgment rule*» (art. 226.2 LSC).

En cuanto a los remedios pre-existentes a la reforma de 2014, se flexibiliza la legitimación subsidiaria de la minoría disidente (socios que representen el cinco por ciento del capital social *ex arts.* 168 y 239.I LSC o el tres por ciento en el caso de sociedades anónimas cotizadas *ex art.* 495.2.a LSC), pues pasa a ser directa (art. 239.1.II LC). Además, los socios, como litigantes en interés ajeno (de la sociedad) fruto de la legitimación extraordinaria, tienen derecho al reembolso de los gastos necesarios en caso de estimación parcial o total de la demanda si no se ha condenado en costas al administrador (art. 239.2 LSC). Sin embargo, el artículo 240 de la Ley de Sociedades de Capital no ha introducido estas mismas previsiones para el caso (poco común) de que la acción social sea ejercitada por los acreedores¹¹¹.

Con todo, las principales novedades se refieren a los remedios ante la infracción del deber de lealtad (arts. 227.2 y 232 LSC), superando incluso la limitación del alcance frente a terceros (art. 234.2 LSC). No obstante, en estos casos difícilmente se estará ante un tercero de buena fe, pues la contraparte es el propio administrador o una persona vinculada con el mismo (art. 231 LSC)¹¹².

2. La configuración del «interés social»: deferencia al interés común de los socios constituidos en junta general

A propósito de la noción de «interés social», la doctrina española se ha dividido entre las tesis contractualista e institucionalista¹¹³. La primera de ellas, que es la que ha gozado de mayor apoyo y ha sido acogida por la doctrina jurisprudencial de la sala

¹¹¹ A diferencia del artículo 36.5 de la Ley Concursal en materia de responsabilidad de la administración concursal por daños causados a la masa (*Vid. Infra* IV.4.1).

¹¹² *Vid. Infra* III.3.

¹¹³ Como expuso la sentencia del Tribunal Supremo (sala primera), de 19.II.1991 (RJ 1991, 1512; ponente: Gumersindo Burgos); fundamento de derecho segundo: «(e)n torno a la idea o concepto del interés social existen dos teorías completamente opuestas: la institucionalista, que considera a la Sociedad Anónima como una “institución-corporación”, en la que el interés social que allí se persigue, es distinto del de sus socios, viniendo a coincidir con los intereses de los componentes de la empresa (accionistas, administradores, acreedores, trabajadores, etc.); y la teoría contractualista, consagrada en nuestra legislación, según la cual el interés social no es otro que la suma de los intereses particulares de sus socios, de forma que cualquier daño producido en el interés común del reparto de beneficios, o en cualquier otra ventaja comunitaria, supone una lesión al interés social».

primera del Tribunal Supremo¹¹⁴, caracteriza el interés social como «*el interés común a todos los accionistas en maximizar el valor de sus inversiones*»¹¹⁵.

La teoría contractualista se fundamenta en la definición del interés social como el común de los socios (arts. 1666 CC y 116 CCo). Conforme a la misma, el interés social es la plasmación del artículo 1258 del Código Civil en los contratos de organización incompletos, como es el de sociedad. Así, el «interés social» al que se refiere el artículo 204.1 de la Ley de Sociedades de Capital no es el de los socios individualmente considerados, sino el común de todos ellos. Para determinar este interés común, el contrato de sociedad –naturalmente incompleto– se integra con la

¹¹⁴ Al respecto, por todas, la sentencia del Tribunal Supremo (sala primera), de 17.I.2012 (RJ 2012, 4981; ponente: Rafael Gimeno-Bayón), cuyo fundamento de derecho séptimo establece que: «*como hemos declarado en la sentencia 873/2011, de 10 de noviembre, no existe una posición uniforme sobre qué debe entenderse por "intereses de la sociedad", dadas las clásicas posiciones enfrentadas entre los defensores de las teorías institucionalista y contractualista -a las que cabe añadir otras: monistas, dualistas; pluralistas, finalistas, posibilidad de discriminar en función del acto o acuerdo, etc.- y así, mientras el artículo 127.bis del texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, introducido por la Ley 26/2003, de 17 de julio -hoy 226 del texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital- parece inclinarse por un concepto institucionalista -"[l]os administradores desempeñaran su cargo como un representante leal en defensa del interés social, entendido como interés de la sociedad..."-, la recomendación 7 del Código Unificado de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas, aprobado el 22 de mayo de 2006 por el Consejo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, de innegable valor doctrinal, opta por una interpretación contractualista que pone énfasis "en el interés común de los accionistas o, si se prefiere, en el interés del accionista común" porque responde mejor a las expectativas de los inversores dirigida a "la maximización, de forma sostenida, del valor económico de la empresa". La jurisprudencia de esta Sala no deja de tener en consideración criterios contractualistas -así la sentencia de 12 de julio de 1983 (RJ 1983, 4212) se refiere al interés social como "el interés común de los socios"; la 825/1998 de 18 de septiembre (RJ 1998, 6545), reproduciendo la de 19 febrero 1991 (RJ 1991, 1512), lo hace a que "no es otro que la suma de los intereses particulares de sus socios, de forma que cualquier daño producido en el interés común del reparto de beneficios, o en cualquier otra ventaja comunitaria, supone una lesión al interés social"; la 193/2000, de 4 de marzo (RJ 2000, 1502), a que "para que un acuerdo sea impugnabile es preciso que sea lesivo para el interés social (como suma de intereses particulares de los socios); la 1086/2002, de 18 de noviembre, a que "ha de entenderse que procede considerar lesión a los intereses generales de la sociedad, entendidos como intereses comunes de todos los socios"; la 186/2006, de 7 marzo (RJ 2006, 5700), con cita de la de 11 de noviembre de 1983, que "estos (los intereses de la sociedad) resulten de la suma de los de todos aquellos"; y la 400/2007, de 12 de abril (RJ 2007, 2410), a que "el interés social que defiende el artículo 115.1 no es, efectivamente, el de los accionistas individualmente considerados (sentencias de 29 de noviembre de 2002 y 20 de febrero de 2003), sino el común a todos ellos (sentencias de 11 de noviembre de 1983, 19 de febrero de 1991, 30 de enero de 2001 (RJ 2001, 1683) y 29 de noviembre de 2002 (RJ 2002, 10400)), el cual, a modo de cláusula general, permitirá integrar la relación contractual para resolver los conflictos en cada caso concreto", dando a entender que, dentro del respeto a la sociedad institución, se permite la heterointegración del pacto societario, de conformidad con lo previsto en el artículo 1258 del Código Civil, que veta comportamientos contrarios a la buena fe».*

¹¹⁵ Por todos, Alfaro, J. «El interés social y los deberes de lealtad de los administradores», Anuario de la Facultad de Derecho de la Universidad Autónoma de Madrid, ISSN 1575-8427, N.º. 20, 2016, págs. 213-236.

voluntad de la propia sociedad, conformada por acuerdos de los socios constituidos en junta general (arts. 1258 CC y 159 LSC)¹¹⁶.

Ahora bien, el interés común de los socios no es necesariamente el de la mayoría en atención a (i) la existencia de posibles conflictos de interés; (ii) la inobservancia de las normas de *ius cogens*¹¹⁷ o de los estatutos (aunque no haya conflicto de interés ni se cause daño a la sociedad¹¹⁸); (iii) la abusividad de acuerdos inocuos para el interés social respecto a la minoría (art. 204.1.II LSC); o, en fin (iv) los daños causados a la sociedad por infringir el interés social en beneficio de todos los socios cuando se hallen «*out of the money*» (lo que explica la legitimación de los terceros con interés legítimo, como los acreedores *ex art.* 206.1 LSC).

En el caso concreto de los conflictos de interés, aunque el acuerdo sea mayoritario, puede resultar expropiatorio para la sociedad, por lo que es contrario al interés social (que, en este caso, se identifica con el de la minoría «no conflictuada»). Existen fundamentalmente dos métodos para abordar este conflicto entre el interés de los socios y el social (y entre los propios socios, en casos de abuso de derecho). El primero, la impugnación del acuerdo social por ser contrario al interés social, es un remedio *ex post*. Los socios que impugnan un acuerdo social piden, en definitiva, el

¹¹⁶ *Idem*. «Esta concepción del interés social es insustituible en un sistema económico en el que las sociedades son contratos voluntarios entre particulares para perseguir un fin común (...). La función del interés social dentro del Derecho de Sociedades es la de controlar las decisiones mayoritarias discrecionales para evitar que la mayoría obtenga ventajas particulares a costa del conjunto de los accionistas. Su función es idéntica a la del deber de lealtad de los administradores sociales respecto de la sociedad. Cumple, pues, una función de integración del contrato social, contrato en el que la adopción de decisiones discrecionales está asignada a los órganos sociales. Su función no es sólo la de límite a los poderes discrecionales en una relación contractual, sino también la de hacer compatible con los principios básicos del Derecho Privado y de la autonomía privada la atribución de poderes discrecionales a un particular en su relación con otro particular».

¹¹⁷ Únicamente en este caso, la acción de impugnación de acuerdos sociales se basa en la nulidad radical, estructural o de pleno derecho, pues los socios, aun unánimemente, estarían infringiendo intereses generales que exceden del ámbito de la autonomía de la voluntad (cfr. art. 1255 CC). Ésta es la razón de que la acción de impugnación no prescriba en estos casos (art. 205.1 LSC). En los demás, los intereses en juego son privados, por lo que el derecho potestativo de los legitimados a impugnar el acuerdo está sometido a plazo de caducidad (art. 205 LSC).

¹¹⁸ Véase, por ejemplo, *obiter dicta*, la sentencia de la Audiencia Provincial de Barcelona (sección 15ª) de 27.VII.2015 (JUR 2015, 229488; ponente: Luis Garrido), a propósito de la posible impugnación de acuerdos sociales por exceder del objeto social aunque no se cause un daño al patrimonio social (fundamento de derecho vigésimo).

cumplimiento del contrato social¹¹⁹ (sobre la base de que el acuerdo es contrario al interés social, los estatutos o las normas dispositivas de la LSC que no han sido modificadas en el contrato social). Este método ha gozado de protagonismo en el derecho de sociedades español (al menos respecto a las sociedades anónimas) hasta la entrada en vigor de la Ley 31/2014, de 3 de diciembre, por la que se modifica la Ley de Sociedades de Capital para la mejora del gobierno corporativo (BOE de 4 diciembre). En concreto, (i) los socios ausentes, (ii) los que hubiesen hecho constar en acta su oposición al acuerdo (así como a los que se hubiera privado ilegítimamente del derecho a voto) y (iii) los administradores disponían de cuarenta días para ejercitar la acción de anulabilidad del mismo¹²⁰. Para ello, se requería acreditar el daño causado¹²¹ a la sociedad, el beneficio conferido a los socios afectados por el conflicto de interés (o a terceros) y la relación de causalidad entre ambos. Tras la reforma¹²², los socios que titulen el uno por ciento de capital social (o el uno por mil,

¹¹⁹ El artículo 346 de la Ley de Sociedades de Capital, a propósito del derecho de separación, contemplaría una suerte de acción de resolución por incumplimiento (trasladada a los contratos de base colectiva), que se halla restringida a ciertos motivos tasados, entre los que no se encuentra la adopción de acuerdos contrarios al interés social. Por lo general, como es sabido, se trata de supuestos que inciden en la *affectio societatis*. No se contempla un derecho de separación *ad nutum*, pues ello desincentivaría la concesión de crédito a las sociedades de capital (sin perjuicio de los derechos de los acreedores *ex art.* 356.3 LSC). No se oculta que éste es uno de los motivos que llevó a la suspensión de la aplicación del artículo 348 *bis* de la Ley hasta el 31.XII.2016. Sin embargo, sobre la base del principio de la autonomía de la voluntad (bajo el régimen de unanimidad *ex art.* 347 LSC), el Tribunal Supremo ha reconocido validez a las cláusulas estatutarias que recogen el derecho de separación *ad nutum* (STS, 1ª, 15.XI.2011; RJ 2012, 1492; ponente: Rafael Gimeno-Bayón). Sobre todas estas cuestiones, véase Alfaro, J. y Campins, A. «Abuso de la mayoría en el reparto de dividendos y derecho de separación del socio en las sociedades de capital», en la obra colectiva *Liber Amicorum Juan Luis Iglesias*, Cizur Menor, Civitas, 2014, páginas 65 a 93.

¹²⁰ En la medida en que el voto del socio inmerso en una situación de conflicto de interés fuera decisivo para la adopción del acuerdo. Es lo que se ha venido denominando como «test de resistencia», y que ahora se encuentra positivizado en el artículo 204.3.d) de la Ley de Sociedades de Capital.

¹²¹ No obstante, el Tribunal Supremo ha admitido la acreditación de un peligro potencial de lesividad. Al respecto, por todas, la señalada sentencia de 17.I.2012 (RJ 2012, 4981; ponente: Rafael Gimeno-Bayón).

¹²² A propósito de la reforma, véase la obra colectiva *Comentario de la reforma del régimen de las sociedades de capital en materia de gobierno corporativo (Ley 31/2014) [Sociedades no cotizadas]*, Juste J. (coord.), Cizur Menor, Civitas, 2015, biblioteca online.

en el caso de sociedades anónimas cotizadas *ex art. 495.2.b LSC*) están legitimados¹²³ para impugnar los acuerdos de la junta general¹²⁴. El plazo para impugnar los acuerdos de la junta general es de un año (tres meses en el caso de sociedades cotizadas *ex art. 495.2.c LSC*), salvo que resulten contrarios al orden público¹²⁵. Pues bien, en materia de conflictos de interés, el socio que pida la ineficacia de un acuerdo social sobre la base de la existencia de un conflicto de interés distinto de los listados en el artículo 190.1 de la Ley debe probar la existencia de dicho conflicto. Ahora bien, una vez acreditado, la carga de probar la conformidad del acuerdo social con el interés social corresponde a la sociedad y al socio afectado por el conflicto de interés¹²⁶ (salvo que se trate de un conflicto posicional)¹²⁷. De este modo, el demandante evita tener que probar los tres elementos exigidos jurisprudencialmente para el éxito de una acción de impugnación de acuerdos sociales por resultar lesivos para el interés social (aunque hará bien en anticiparse a los argumentos de la contestación a la demanda): (i) daño causado al patrimonio social, (ii) beneficio obtenido por el socio o por un tercero y (iii) relación de causalidad entre ambos¹²⁸.

¹²³ Los estatutos pueden establecer un porcentaje inferior, pero los socios que carezcan de legitimación disponen en todo caso de acción resarcitoria frente a la sociedad (art. 206.1.II LSC). Massaguer, J. «Comentario del artículo 206», en la obra colectiva *Comentario de la reforma del régimen de las sociedades de capital en materia de gobierno corporativo (Ley 31/2014) [Sociedades no cotizadas]*, *op. cit.*, ha significado que, a diferencia del régimen anterior, no se exige el voto en contra del socio que ejercita la acción de impugnación. Semejante exigencia no sería necesaria porque el daño se causa a la sociedad. Habría una externalidad positiva en la acción interpuesta por el socio, a pesar de actuar contra sus actos propios. No obstante, la misma externalidad positiva ocurre cuando se ejercita la acción social a pesar de la autorización de la junta general (art. 236.2 LSC). Al respecto, el Tribunal Supremo ha sostenido que la demanda interpuesta por quien votó a favor del acuerdo es contraria a los propios actos -véase las sentencias del Tribunal Supremo (sala primera), de 18.VI.2013 (RJ 2013, 4632; ponente: Rafael Sarazá) y 11.IX.2015 (RJ 2015, 3980; ponente: Sebastián Sastre)-. Por otro lado, también ostentan legitimación activa los terceros que acrediten un interés legítimo (e.g. los acreedores) *ex artículo 206.1.I de la Ley de Sociedades de Capital*. Los estatutos no pueden restringir la legitimación en este caso por ser *res inter alios acta* (art. 1257 CC).

¹²⁴ Respecto a los acuerdos del consejo, el plazo de caducidad es de tres meses. El *dies a quo* respecto a los socios es la fecha en la que tengan conocimiento del acuerdo, pero hay un plazo de preclusión de un año para el ejercicio de la acción, salvo que resulte contrario al orden público. Aunque el primer apartado del artículo 251 no establece la excepción del orden público, la remisión que realiza el segundo a las reglas de impugnación de los acuerdos de la junta general permite sostener esta interpretación. Finalmente, salvo cuando concorra contravención del interés público, los terceros con interés legítimo (e.g. los acreedores) carecen de legitimación para impugnar los acuerdos del consejo de administración.

¹²⁵ La legitimación se extiende a cualquier tercero en este caso (art. 206.2 LSC).

¹²⁶ Esta inversión de la carga de la prueba en supuestos de conflictos de interés se conoce en el derecho societario estadounidense (particularmente, el del Estado de *Delaware*) como «*entire fairness test*».

¹²⁷ Por el contrario, el socio que alegue que existe un conflicto de interés posicional debe probarlo y, además, justificar que la adopción del acuerdo es nocivo para el interés social.

¹²⁸ Véase, por todas, la sentencia del Tribunal Supremo (sala primera), de 17.I.2012 (RJ 2012, 4981; ponente: Rafael Gimeno-Bayón).

En los supuestos tasados del artículo 190.1 de la Ley, la carga probatoria se atenúa todavía más. La propia vulneración de una norma de derecho imperativo determina la ineficacia (nulidad) del acuerdo social, conforme a las normas generales (art. 6.3 CC)¹²⁹, siempre que el acuerdo no supere el «test de resistencia» (art. 204.3 d) LSC). No se exige la acreditación del perjuicio causado al «interés social». Alternativamente, en estos supuestos tasados opera una presunción *iuris et de iure* de perjuicio¹³⁰. Dadas las características de alguno de estos supuestos (la autorización para la transmisión de participaciones o acciones, la exclusión del socio), el perjuicio no lo sufre estrictamente la sociedad, sino el resto de socios (lo que no es óbice para que el «interés social» resulte afectado *ex art.* 204.1.II LSC). La severidad de la norma ha dado lugar a que autorizadas opiniones sostengan la aplicación del test de relevancia del artículo 204.3 a) de la Ley¹³¹.

El segundo método para solucionar los conflictos de interés descritos opera *ex ante* y consiste en la suspensión del ejercicio del derecho de voto del socio que se halla inmerso en una situación de conflicto de interés. Esta segunda alternativa, prevista con anterioridad a la reforma para las sociedades de responsabilidad limitada¹³² (y para los administradores *ex art.* 229 LSC), se extiende ahora a las sociedades anónimas. Ahora bien, el remedio de la privación del derecho de voto de los socios es

¹²⁹ Véase, por todos, Vives, F.: «Los conflictos de intereses de los socios con la sociedad en la reforma de la legislación mercantil», *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, número 137, páginas 1 a 55 (especialmente: página 29).

¹³⁰ Las consecuencias de esta interpretación alternativa no son baladíes, pues el acuerdo social viciado por los votos de los socios conflictuados sería susceptible de convalidación (art. 1310 CC). Sin embargo, en la práctica serán raros los casos donde el socio que persiga estrictamente la defensa del interés social se avenga a consentir dicho acuerdo. Cabrá en todo caso la posibilidad de solicitar el sobreseimiento del procedimiento, por carencia sobrevenida de objeto, cuando se sustituya el acuerdo impugnado por otro, sin perjuicio del resarcimiento de los daños pertinentes (art. 204.2 LSC).

¹³¹ Paz-Ares, C. «Anatomía del deber de lealtad», *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, número 39/2015, páginas 43 a 65 (especialmente: páginas 52 y 53; nota a pie 37), señala no obstante la conveniencia de aplicar establecer el «test de relevancia» del artículo 204.3 a) de la Ley de Sociedades de Capital, mediante la acreditación de la ausencia de perjuicio causado al interés social como hecho impeditivo de la pretensión impugnatoria. Sin embargo, véase *obiter dicta* la sentencia de la Audiencia Provincial de Barcelona (sección 15^a) de 27.VII.2015 (JUR 2015, 229488; ponente: Luis Garrido), a propósito de la posible impugnación de acuerdos sociales por exceder del objeto social aunque no se cause un daño al patrimonio social (fundamento de derecho vigésimo).

¹³² En estos casos no se tiene en cuenta el porcentaje de participación del socio en cuestión en el capital social de cara al cómputo del quórum de constitución de junta (en el caso de las S.A.) y de la mayoría necesaria para la adopción de acuerdo social (art. 190.2 LSC). La vulneración de esta prohibición no daba lugar en estos casos a la anulabilidad del acuerdo social, sino a su nulidad, por ser contrario a la Ley *ex artículo* 6.3 del Código Civil (siempre que el voto del socio inmerso en una situación de conflicto de interés fuera decisivo para la adopción del acuerdo en cuestión). Por tanto, el plazo de caducidad en este caso era de un año y la legitimación se extendía a cualquier tercero que acreditara interés legítimo.

excepcional, pues la lista del artículo 190.1 de la Ley de Sociedades de Capital es tasada¹³³. En los demás casos, el remedio es *ex post*, mediante la impugnación del acuerdo social. Por supuesto, el exquisito cumplimiento del deber de abstención en cualquiera de los supuestos (sean los del art. 190.1 LSC o cualesquiera otros) no constituye *per se* un hecho impeditivo de la pretensión impugnatoria de la minoría disidente (de entre los socios no afectados por el conflicto de interés). Ahora bien, en este caso corresponde probar al demandante (i) el daño causado al interés social, (ii) el beneficio obtenido por el socio conflictuado y (iii) la relación de causalidad entre ambos (art. 204.1 LSC).

¹³³ La prohibición opera respecto a los acuerdos que tienen por objeto: (a) autorizar la transmisión de participaciones sujetas a prohibición legal o estatutaria (o acciones, si así lo establecen los estatutos); (b) excluir a un socio de la sociedad (*Idem*); (c) facilitar asistencia financiera, incluida la prestación de garantías (art. 162.1 LSC); (d) liberar de una obligación o conceder un derecho; y (e) dispensar al socio-administrador de las obligaciones derivadas del deber de lealtad conforme a lo previsto en el artículo 230. La junta general debe resolver sobre la dispensa que pueda concederse a un administrador (o a una persona vinculada *ex art.* 231 LSC) que se halle en situación de conflicto de interés, cuando la misma se refiera (i) al deber de no competir con la sociedad (mediante punto separado del orden del día); (ii) a la obtención de una ventaja o remuneración de terceros; (iii) a una transacción cuyo valor sea superior al 10 por ciento de los activos sociales; y, en las sociedades de responsabilidad limitada, (iv) a la prestación de asistencia financiera o el establecimiento de una relación de servicios con la sociedad (cfr. art. 220 LSC). En el resto de casos, la dispensa singular corresponde al órgano de administración en los términos y condiciones del artículo 230.2.III. *Vid. Infra* III.3.

Por tanto, los socios constituidos en junta son soberanos para establecer el «interés social»¹³⁴ si el acuerdo no causa un perjuicio a la sociedad en beneficio de un socio o tercero (art. 204.1.I LSC)¹³⁵, con la excepción apuntada del artículo 190.1 de la Ley.

¹³⁴ El profesor Paz-Ares, inspirado en la teoría de Robert Alexy sobre los derechos fundamentales, señala («La anomalía de la retribución externa de los administradores», InDret 1/2014, páginas 25 y 26), que «siendo un concepto esencialmente contestable, el interés social no puede definirse sustantivamente, sino procesalmente: el interés social es el que en cada ocasión determina la mayoría de los accionistas mediante la agregación de preferencias individuales (...). Lo anterior significa que el interés social no constituye un Grundordnung (un orden fundamental a descubrir e implementar), sino –a lo sumo– un Rahmenordnung (un orden marco a respetar en los términos que luego se dirán). Los que entienden o presuponen que constituye un orden fundamental parten de la premisa (con frecuencia subconsciente o escasamente racionalizada) de que, en realidad, sólo hay una respuesta correcta, que se identificaría con la optimización o maximización del objetivo sustantivo de que se trate. Se trataría en cada caso de llevar ese objetivo al punto más alto. Bajo este entendimiento, la función de la junta o del consejo al decidir sería siempre declarativa, nunca constitutiva. Los órganos sociales estarían abocados a declarar, bajo la vigilancia del juez, aquello que está ya in nuce en la cláusula de interés social, que se nos presentaría así –utilizando la conocida parábola de Borges– como el Aleph de todo el derecho de sociedades, el “huevo jurídico originario” de este sector del ordenamiento, si prefiere emplearse la imagen de Forsthoff. El resultado sería sustituir el punto de vista de los participantes por el punto de vista del observador externo, a quien se confiaría la determinación de una verdad insondable, para la que por cierto no está bien pertrechado. No creo por ello que pueda negarse a la mayoría la capacidad de definición constitutiva del interés social y otorgarse al juez el monopolio de su definición declarativa en función de las circunstancias de cada caso. El modelo puramente material del interés social parte de una visión Naïv conforme a la cual la determinación del concepto de interés social no es intrínsecamente contestable, sino objetivamente discernible. Y no es así por la sencilla razón de que la cláusula del interés social ofrece un amplísimo “margen de acción estructural” y un amplísimo “margen de acción epistémico”. El margen de acción estructural viene determinado por la exigencia de proporcionalidad, que muestra que, en la realidad, considerados pros y cons, existen muchos casos de empate virtual o, si se prefiere, de iliquidez argumentativa o dialógica. El margen de acción epistémico viene determinado por la insuficiencia o deficiencia del conocimiento disponible. Este margen cognitivo es especialmente importante en la vida empresarial, regida por la incertidumbre. De antemano nadie puede saber, a ciencia cierta, cuál es la mejor decisión. Sucede como en la política: el espacio de la democracia comienza donde acaba el de la ciencia». Nada que discutir de lo anterior. En este trabajo se argumenta, no obstante, que cuando el valor razonable de la empresa es inferior al pasivo exigible de la sociedad, el interés común de los socios puede no coincidir con el interés social, entendido como «la consecución de un negocio rentable y sostenible a largo plazo, que promueva su continuidad y la maximización del valor económico de la empresa» (véase el Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas, publicado por la CNMV en febrero de 2015). El profesor Paz-Ares finaliza señalando (página 29) que: «(l)as consideraciones anteriores ponen de relieve, una vez más, la existencia en el derecho de sociedades de divergencias importantes entre lo que el derecho espera (reglas o directivas de comportamiento) y lo que el derecho sanciona (reglas de validez o de responsabilidad). El derecho espera que los órganos de la sociedad adopten cada una de sus decisiones con la vista puesta en la maximización del interés social. Sin embargo, no sanciona cualquier comportamiento que no se atenga a esa expectativa normativa. No puede hacerlo porque no es posible conocer cómo se manifiesta en el caso concreto o no es posible imponerla en las circunstancias concretas (...). Observamos así que, al igual que sucede en materia de responsabilidad de los administradores (business judgment rule), en materia de impugnación de acuerdos sociales (interés social como “orden marco”) existe una divergencia entre el estándar de conducta (que prescribe cómo debe actuar el agente) y el estándar de revisión (que determina cómo debe actuar el juez al examinar la conducta del agente). Pero esa divergencia no representa una anomalía, sino una respuesta sensata en entornos de incertidumbre, justificada por muchos motivos (...).».

¹³⁵ En efecto, como señala la citada sentencia del Tribunal Supremo de 17.I.2012, en su fundamento de derecho séptimo: «en nuestro sistema los intereses tenidos en cuenta de forma expresa por la norma, como uno de los límites al poder de decisión de la mayoría, son exclusivamente los de la sociedad».

En estos términos, los órganos jurisdiccionales no deberían revisar las decisiones adoptadas legítimamente por la junta¹³⁶.

La única excepción es que el acuerdo social, inocuo para la sociedad, pueda ser abusivo para los socios minoritarios (art. 7.1 CC)¹³⁷. Los órganos jurisdiccionales han apreciado la existencia de abuso en casos de (i) ausencia prolongada de reparto de dividendos a pesar de la existencia de resultados positivos¹³⁸; (ii) aumentos de capital sin derecho de suscripción o asunción preferente ni prima de emisión o asunción¹³⁹; y (iii) retribución del socio-administrador¹⁴⁰. Tras la reforma, el artículo 204.1.II

¹³⁶ La sentencia de la Audiencia Provincial de Madrid (sección 28ª), de 4.IV.2011 (JUR 2011, 200152; ponente Pedro Gómez), indica que «*tiene establecido con reiteración este tribunal (sentencias de 14 de febrero de 2008, 12 de mayo de 2008, 30 de enero de 2009 y 3 de diciembre de 2010) que la operatividad de la causa legal de impugnación de que se trata, fundada en el Art. 115-1 "in fine" L.S.A., no puede conducir a la suplantación por parte del juez de la figura del empresario en la adopción de sus particulares decisiones estratégicas a la hora de valorar la lesividad del acuerdo para el interés social. Ello lo pone de relieve el examen de los antecedentes legislativos del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas pues, no prevista inicialmente en el Proyecto de Reforma la inclusión del requisito del "provecho particular" dentro del art. 115-1 de la Ley de Sociedades Anónimas, finalmente resultó incorporado en el texto definitivo con el propósito, como indica el profesor Garrigues, de evitar la conversión del juez en órgano fiscalizador "del desacierto económico" de las decisiones empresariales o en órgano dictaminador de lo que en cada momento haya de resultar conveniente para la sociedad (en idéntico sentido se pronuncian los profesores Baltasar, Estanislao, Jaime y Pio, y en la jurisprudencia las Sentencia de la Sala 1ª del Tribunal Supremo de 18 de marzo de 1981, 12 de julio de 1983 y 17 de abril de 1997)*». Por su parte, la citada sentencia del Tribunal Supremo de 17.I.2012 establece en su fundamento de derecho séptimo que: «*corresponde a los empresarios la adopción de las decisiones empresariales, acertadas o no, sin que el examen del acierto intrínseco en sus aspectos económicos pueda ser fiscalizado por los Tribunales*».

¹³⁷ La citada sentencia del Tribunal Supremo de 17.I.2012 (fundamento de derecho séptimo), establece que: «*(l)a jurisprudencia de esta Sala no deja de tener en consideración criterios contractualistas (...), dando a entender que, dentro del respeto a la sociedad institución, se permite la heterointegración del pacto societario, de conformidad con lo previsto en el artículo 1258 del Código Civil, que veta comportamientos contrarios a la buena fe (...). Por ello (...) se refiere la referida sentencia de 7.XI.2011 (RJ 2012, 3521), a que "los acuerdos de la mayoría que no persiguen razonablemente el interés del conjunto de los accionistas desde la perspectiva contractual, ni los de la sociedad, desde la perspectiva institucional, y perjudican a los minoritarios, revelándose abusivos -tanto si se califica el ejercicio del voto como abuso de derecho, como si se entiende que constituye un abuso de poder- deben entenderse contrarios a los intereses de la sociedad, cuyo regular funcionamiento exige también el respeto razonable de los intereses de la minoría, de tal forma que, aunque el artículo (...) 204.1 de la Ley de Sociedades de Capital silencia el "abuso de derecho" y el "abuso de poder", ello no constituye un obstáculo insuperable para la anulación de los acuerdos sociales en tales supuestos, ya que, a tenor del artículo 7 del Código Civil, son contrarios a la ley*».

¹³⁸ Véase la sentencia del Tribunal Supremo (sala primera), de 26.V.2005 (RJ 2005, 5761; ponente: Alfonso Villagómez).

¹³⁹ Véase, entre otras, la sentencia del Tribunal Supremo (sala primera), de 23.V.2008 (RJ 2008, 3170; ponente: Francisco Marín). No obstante, esta doctrina es anterior a la Ley de Sociedades de Capital, cuyo artículo 304.1 limita el derecho de asunción o suscripción preferente a los casos de aportaciones dinerarias. Los aumentos de capital por compensación de créditos no constituyen un supuesto de aportación dineraria (al respecto, la RDGRN 15.II.2012; RJ 2012, 5949).

¹⁴⁰ Véase, por ejemplo, el caso resuelto por la sentencia del Tribunal Supremo (sala primera), de 3.IV.2014 (RJ 2014, 2568; ponente: Ignacio Sancho).

reconoce expresamente la impugnabilidad de los acuerdos adoptados de forma abusiva por la mayoría de los socios que, aun siendo inocuos para la sociedad, resultan en detrimento del interés de los minoritarios¹⁴¹. Indica que, en estos casos, también se entiende vulnerado el «interés social»¹⁴².

La deferencia a la voluntad de los socios opera con relación a los estatutos y los acuerdos adoptados por la junta general. Los pactos parasociales no son oponibles

¹⁴¹ Esta fue la tesis sostenida por el Tribunal Supremo (sala primera) en la sentencia de 7.XII.2011 (RJ 2012, 3521; ponente: Rafael Gimeno-Bayón). Con todo, el interés lesionado es directamente el de los socios minoritarios. En contra, véase Alfaro, J. *Interés social y derecho de suscripción preferente. Una aproximación económica*, Civitas, Madrid, 1995, página 22, quien señala que «*el interés social no es, por tanto, ningún criterio objetivo determinable al margen de la voluntad de las partes, sino una forma de referirse a los deberes fiduciarios de los socios*». Apunta también Paz-Ares, C. («La anomalía de la retribución externa de los administradores», *op. cit.*, página 28), sobre la base de que el principio de buena fe obliga a la mayoría a perseguir intereses comunes, cualquiera que sea su contenido (arts. 7.1 y 1666 CC), que «*la infracción del interés social se produce no sólo en el supuesto tradicional en que la mayoría daña el patrimonio social en beneficio propio (o de un tercero vinculado, que es igualmente propio), sino también en el caso de que la mayoría adopte un acuerdo “para obtener un beneficio propio en detrimento injustificado de los demás socios”*».

¹⁴² Conforme al marco conceptual expuesto en este trabajo, los acuerdos en perjuicio de la minoría que no sean perjudiciales para el patrimonio empresarial no serían contrarios al interés social (entendido como la maximización sostenida del valor empresarial a medio y largo plazo), sino abusivos, sin perjuicio de que también supongan un incumplimiento del contrato de sociedad desde la perspectiva del conflicto de interés entre socios (cfr. arts. 204.1.II LC, 1258 y 1666.I CC).

frente a la sociedad¹⁴³ (art. 29 LSC) y, por tanto, su contenido carece de eficacia si interfiere con el ámbito competencial del órgano de administración. La sociedad es la destinataria de los deberes fiduciarios de los administradores tanto si son independientes como dominicales¹⁴⁴. La doctrina científica¹⁴⁵ ha argumentado la inoponibilidad frente al consejo de los pactos parasociales en los que no son parte todos los socios (los conocidos como «omnilaterales») con base en tres argumentos. Primero, los administradores actúan como mandatarios colectivos, por lo que la revocación o modificación del contenido del mandato exige unanimidad por parte de

¹⁴³ Así lo había sostenido también la doctrina jurisprudencial de la sala primera del Tribunal Supremo con anterioridad. Al respecto, véase la sentencia de 10.XII.2008 (RJ 2009, 17; ponente: Jesús Corbal), en cuyo fundamento de derecho segundo se indica que: «*la tesis del recurso es que la doctrina jurisprudencial permite impugnar un acuerdo societario (de la junta o del consejo de administración) que es contrario a un pacto parasocial, al constituir una ilegalidad la vulneración de éste por ser de obligado cumplimiento para los socios y consejeros. Tal alegación carece de fundamento (...). Como es de ver ninguna de las Sentencias citadas mantiene la doctrina alegada, al referirse a causas de impugnación de las previstas en el actual 115.1 LSA, y no a un mero pacto extrasocietario. Finalmente debe señalarse que el ordenamiento contractual no puede servir de norma "eludible o soslayable" a efectos de configurar un hipotético fraude de ley, como ya declaró esta Sala en la sentencia de 3 de noviembre de 1992 (RJ 1992, 9190)*». Véase, asimismo, las sentencias del Tribunal Supremo (sala primera), de 5.III.2009 (RJ 2009,1633; ponente: Francisco Marín), 6.III.2009 (RJ 2009, 2793; ponente: José Ramón Ferrándiz) y 6.III.2009 (RJ 2009, 2794; ponente: José Ramón Ferrándiz). Frente a esta línea jurisprudencial, la doctrina científica había promovido la oponibilidad de los pactos parasociales (en concreto, aquellos en que todos los socios son parte del mismo), ofreciendo una interpretación correctora de los artículos 7.III de la Ley de Sociedades Anónimas y 11.2 de la Ley de Sociedades de Responsabilidad limitada (y propuestas prácticas: como contemplar la obligación de suscribir el pacto como prestación accesoria en las sociedades de responsabilidad limitada o incluyendo a la sociedad o sus administradores como parte del mismo). Véase Paz-Ares, «El *enforcement* de los pactos parasociales», *Actualidad jurídica* Uría & Menéndez, nº 5, 2003; Fernández del Pozo, L. «El *enforcement* societario y registral de los pactos parasociales. La oponibilidad de lo pactado en protocolo familiar publicado», *Revista de Derecho de Sociedades*, nº 29, 2007, págs. 139-183; Sáez, M^a Isabel «Los pactos parasociales de todos los socios en Derecho español. Una materia en manos de los jueces», *Indret* 3/2009; y Morales, J. «Pactos parasociales "vs" Estatutos sociales. Eficacia jurídica e impugnación de acuerdos sociales por su infracción», *Revista de Derecho de Sociedades*, Nº 42, 2014, págs. 169-193. Con todo, ha creado controversia cierto pronunciamiento *obiter dicta* del Tribunal Supremo (sala primera) de la sentencia de 3.XI.2014 (RJ 2014, 5870; ponente: Sebastián Sastre); controversia que no parece justificada dada la *ratio* de la misma (que la contabilidad refleja la realidad económica de las operaciones) y la expresa referencia (sin contradecirla) a la doctrina jurisprudencial existente en materia de acuerdos parasociales.

¹⁴⁴ Como ha apuntado la doctrina científica (véase, por ejemplo, Paz-Ares, C. «La anomalía de la retribución externa de los administradores», *op. cit.*, página 7): «*el deber de independencia –o, si se prefiere, el deber de desplegar un juicio imparcial en el ejercicio del cargo de administrador– no es exclusivo de los consejeros independientes; alcanza a todos los consejeros*».

¹⁴⁵ Véase Paz-Ares, C. «Fundamento de la prohibición de los pactos de voto para el consejo», *Indret* 4/2010, y las posturas sostenidas por la doctrina científica allí citada.

los mandantes (arts. 1719, 1731 y 1733 CC)¹⁴⁶. Segundo, el principio de relatividad de los contratos (art. 1257 CC) impide su oponibilidad frente a los administradores sociales. Lo contrario podría llevar a la consideración de los socios sindicados como administradores ocultos («*shadow directors*»), puesto que el órgano de administración estaría actuando de conformidad con las instrucciones impartidas por un tercero al margen del único cauce previsto legalmente para ello (arts. 161 y 236.3 LSC)¹⁴⁷. Además, los administradores cumplirían con su cometido con su mero voto o actuación siguiendo lo establecido en el pacto parasocial. Por otro lado, existiría un acto propio de los socios sindicados que les impediría reclamar un crédito resarcitorio frente a los administradores por incumplimiento de sus deberes (*rectius*, como la sociedad es la titular de la acción social, los administradores, responsables en todo caso por haber seguido dichas instrucciones, podrían repetir frente a los socios). Tercero, los administradores son mandatarios de la sociedad, por lo que no pueden quedar vinculados por el pacto parasocial porque, de lo contrario, se vulneraría la

¹⁴⁶ Este argumento suscita una cuestión que no es baladí desde el punto de vista del gobierno corporativo de las sociedades de capital. Económicamente, en tanto en cuanto el valor razonable de la empresa sea superior a su pasivo exigible), los administradores actúan como agentes (mandatarios) de los socios (como «*residual claimants*») en sentido económico, pero no jurídico, pues los administradores actúan por cuenta de la sociedad (no de los socios). Otra cosa es, como se afirma en el trabajo citado (Paz-Ares, C. «Fundamento de la prohibición de los pactos de voto para el consejo», *op. cit.*, página 16), que, con base en el artículo 1666 del Código Civil, los administradores deban regirse por el interés común en lo que se refiere a los acuerdos de la junta que les atañan como gestores sociales (fundamentalmente, en el ámbito de las instrucciones de la junta en materia de gestión *ex art.* 161 LSC).

¹⁴⁷ El artículo 236.3 de la Ley de Sociedades de Capital establece que «*la responsabilidad de los administradores se extiende igualmente a los administradores de hecho. A tal fin, tendrá la consideración de administrador de hecho tanto la persona que en la realidad del tráfico desempeñe sin título, con un título nulo o extinguido, o con otro título, las funciones propias de administrador, como, en su caso, aquella bajo cuyas instrucciones actúen los administradores de la sociedad*».

prohibición del artículo 29 de la Ley de Sociedades de Capital¹⁴⁸, ya que la sociedad quedaría obligada por dicho acuerdo. El incumplimiento de los pactos parasociales puede dar lugar, en su caso, a un crédito resarcitorio frente al firmante incumplidor en su calidad de socio, pero nunca en su condición de administrador¹⁴⁹. Otra cosa es que el pacto parasocial sea «omnilateral», que la sociedad sea parte, que no vulnere norma imperativa y que no se oponga frente a terceros ajenos al mismo (arts. 1255 y 1257 CC)¹⁵⁰ –lo que suscita la duda de la falta de plasmación del contenido del acuerdo en los estatutos sociales (más allá de cuestiones de confidencialidad)–. A pesar de

¹⁴⁸ El estatuto jurídico de los administradores (en particular, sus deberes fiduciarios –frente a la sociedad–) impone la independencia (y consiguiente responsabilidad) a la hora de tomar decisiones como gestores sociales. El socio-administrador tiene un estatuto jurídico distinto, según actúe como socio o administrador. La contravención del pacto parasocial (voto en contra de lo estipulado) debería dar lugar a un crédito resarcitorio cuanto actúe en su calidad de socio, pero no cuando lo haga como administrador. Por tanto, salvo que la junta imparta instrucciones en materia de gestión (art. 161 LSC –sujeto a lo que se expone en el epígrafe siguiente–), los administradores no deberían verse obligados a votar o actuar de conformidad con lo establecido en el pacto parasocial. Así lo expresa el Profesor Paz-Ares («Fundamento de la prohibición de los pactos de voto para el consejo», *op. cit.*, página 20): «*en la parte en que (el pacto) resulta suscrito por los firmantes en su condición de accionistas, el pacto no merece ninguna tacha, aunque obviamente no es oponible a la sociedad, no puede ser hecho valor contra ella. Sin embargo, en la parte en que es suscrito por los firmantes en su condición de consejeros, el pacto no puede ni siquiera pretender su validez entre ellos porque, con independencia de cualquier otra consideración sustantiva, su validez interna (inter partes) determinaría necesariamente su eficacia externa (erga societatem). En efecto, si el pacto hubiese de considerarse válido, obligaría a los administradores y, en la medida en que estos son órgano o agentes de la sociedad, irremediablemente sería eficaz frente a la sociedad, que es justamente lo que trata de evitar la regla de la oponibilidad. En definitiva, pues, los pactos de voto en el consejo son nulos porque ésta es la única vía disponible para hacerlos inoponibles a la sociedad y, por tanto, la única manera en que puede cumplirse el mandato del artículo 29 de la Ley de Sociedades de Capital. La efectividad de la inoponibilidad sólo puede conseguirse mediante la nulidad. Nada de estos debe extrañar. La raíz está siempre en el principio de la relatividad del contrato (art. 1257 CC), que ora se traduce en una sanción de inoponibilidad (pactos parasociales para la junta), ora en una sanción de nulidad (pactos parasociales para el consejo)*».

¹⁴⁹ La inclusión de cláusulas penales puede operar como mecanismo disuasorio del incumplimiento del pacto parasocial. Además, la propia cláusula penal (obligación pecuniaria) habilita a acudir a un procedimiento ejecutivo si se ha constituido una prenda sobre las acciones o participaciones para garantizar el cumplimiento del pacto parasocial.

¹⁵⁰ La sentencia del Tribunal Supremo (sala primera), de 23.X.2012 (RJ, 2012, 10123; ponente: Rafael Gimeno-Bayón), indica en el fundamento de derecho octavo que «*el examen de licitud de los pactos parasociales, en cuanto convenios internos celebrados por varios o incluso todos los socios, a fin de regular sus relaciones internas, como afirma la sentencia 371/2010, de 4 de junio, no están constreñidos por los límites que a los acuerdos sociales y a los estatutos imponen las reglas societarias –de ahí gran parte de su utilidad–, sino a los límites previstos en el artículo 1255 del Código Civil*». Entre la doctrina científica, véase, por todos, Noval, J. *Los pactos omnilaterales: su oponibilidad a la sociedad. Diferencias y similitudes con los estatutos y los pactos parasociales*, Cizur Menor, Civitas, 2013. Asimismo, Paz-Ares, C. «Anatomía del deber de lealtad», *op. cit.*, página 53, nota a pie 36.

ciertos pronunciamientos menores relevantes¹⁵¹, un reciente pronunciamiento *obiter dicta* del Tribunal Supremo parece ser contrario a esta tesis¹⁵².

En definitiva, la junta general es soberana para establecer o concretar el interés social siempre y cuando el acuerdo no resulte perjudicial para la propia sociedad en beneficio de terceros (sometimiento de la mayoría al interés social) o abusivo frente a los minoritarios (cuando es inocuo para la sociedad)¹⁵³. Una vez designados para el cargo, los administradores actúan como mandatarios de la sociedad, cuya voluntad se ha de conformar con arreglo a las normas del derecho de sociedades¹⁵⁴. Como no podía ser de otra manera, la deferencia del derecho de sociedades español hacia la voluntad de la junta es absoluta para la determinación del «interés social» y para separar a los administradores de su cargo en cualquier momento aunque este punto no conste en el orden del día (art. 223.1 LSC).

¹⁵¹ Véase, por todas, las sentencias de la Audiencia Provincial de Vizcaya (sección 4^a) de 19.VII.2016 núm. 462/2016; ponente: Ana Belén Iracheta); de la Audiencia Provincial de Madrid (sección 28^a) de 22.IV.2016 (JUR 2016, 125166; ponente: Borja Villena); y de la Audiencia Provincial de Barcelona (sección 15^a) de 31.III.2016 (JUR 2016, 130508; ponente: Juan Francisco Garnica). En la segunda, se afirma la posibilidad de impugnar un acuerdo social con base en el incumplimiento de un pacto parasocial omnilateral, aunque se exige una causa adicional (en este caso, la abusividad del acuerdo respecto al minoritario).

¹⁵² Sentencia de 25.II.2016 (RJ 2016, 635; ponente: Rafael Sarazá).

¹⁵³ Paz-Ares, C. «La anomalía de la retribución externa de los administradores», *op. cit.*, página 30, resume esta idea expresando que: «este juego de regla-excepción es el que permite afirmar un tanto paradójicamente que el interés social lo define la mayoría (regla) y, a la vez, que la mayoría está sujeta al interés social, siendo sus decisiones impugnables por contradecirlo (excepción). La regla responde a una concepción procesal y se fija en el estándar de conducta; la excepción, a la concepción material y se fija en el estándar de revisión. La solución que se ofrece mediante esta combinación encuentra el debido equilibrio entre las exigencias de racionalidad (autoridad formal) y las exigencias de razonabilidad (legitimidad de fondo) de la organización: no se socava la autoridad de la junta con una permanente revisión de sus decisiones a la luz de criterios sustantivos y tampoco se pone en entredicho la legitimidad de la organización, pues los acuerdos que claramente exceden o vulneran el orden marco que proporciona el interés social son impugnables». Como señala en la página 35, «cualquier sistema de decisión mayoritario es el resultado de un equilibrio entre los costes asociados al holdout y los costes asociados a la externalidad (art. 159.2 LSC), dos tipos de costes que los politólogos acostumbra a denominar “costes internos” (o costes de adoptar las decisiones) y “costes externos” (los costes o riesgos que entrañan las decisiones adoptadas para la minoría disidente)». Y eso le lleva a afirmar, en fin (página 29), que «(d)esde el punto de vista jurídico, esto significa que el interés social juega un papel negativo (como límite que veda la actuación lesiva de unos socios en beneficio propio) y no un papel positivo (como exigencia justiciable de actuar en el “mejor interés” de la sociedad en cada momento). Cabalmente, no es otra cosa lo que queremos decir al afirmar que el interés social debe entenderse como un orden marco, no como un orden fundamental».

¹⁵⁴ Véase Paz-Ares, C. «La anomalía de la retribución externa de los administradores», *op. cit.*, página 23: «si la retribución externa es buena, mala o regular para el interés social es algo que no corresponde valorar al consejero que la percibe (el “agente”), ni al accionista que el paga (el “tercero”), sino a la propia sociedad a través de sus órganos (el “principal”)».

3. Análisis de la posible disociación del interés social y del interés común de los socios en situaciones de insolvencia

El interés común de los socios puede disociarse del interés social. Esta hipótesis se puede verificar cuando el valor razonable de la empresa es inferior al pasivo exigible de una sociedad endeudada, lo que da lugar a un conflicto de interés entre socios y acreedores. Ante esta tesitura, asumiendo un perfecto alineamiento de incentivos entre socios y administradores, los acreedores se arrojan un nuevo rol: el de guardianes del interés social. Debido a la limitación de su responsabilidad a las aportaciones realizadas al capital social, los incentivos de los socios varían con la estructura financiera y/o la situación patrimonial de la sociedad (*Vid. también Infra V.2 y III.5.7*). No son objeto de análisis las decisiones sub-óptimas (las que no siendo nocivas, tampoco maximizan el valor razonable de la empresa de forma sostenida a medio y largo plazo). Respecto a éstas, el derecho societario defiende naturalmente al interés común de los socios (sin perjuicio de los «mecanismos contractuales de *creditor governance*»¹⁵⁵).

Se toma como ejemplo una sociedad unipersonal, sin financiación ajena, cuyo administrador único (que también reúne la condición de socio) se plantea invertir en dos proyectos distintos con idéntico coste (100), que coincide con el efectivo disponible en la cuenta bancaria de la sociedad. Ambos proyectos presentan dos posibles resultados, con idéntica probabilidad (100 y 120, frente a 40 y 150). En este caso, el socio-administrador debería invertir en el primer proyecto, pues es el único con valor actual neto positivo:

Proyecto	Coste	Probabilidad	Ingreso	Resultado
1	100	50%	100	10
		50%	120	
2	100	50%	40	-5
		50%	150	

Los incentivos del socio-administrador varían cuando recurre a recursos ajenos para financiar el proyecto, hasta el punto de que pueden distanciarse del interés social. El proyecto se financia con un 20 por ciento de fondos propios y un 80 por ciento de deuda (se asume, para simplificar, que la deuda no tiene coste financiero).

¹⁵⁵ *Vid. Infra V.4.*

	Socio-administrador		Acreedor financiero		Sociedad		
	1	2	1	2	1	2	
Proyecto							
Coste	20	20	80	80	100	100	
Ingreso	Escenario favorable (50%)	40	70	80	80	120	150
	Escenario desfavorable (50%)	20	0	80	40	100	40
Ingreso esperado	30	35	80	60	110	95	
Resultado esperado	10	15	0	-20	10	-5	
Rentabilidad esperada	50%	75%	0%	-25%	10%	-5%	

La decisión de la sociedad (administradores) no debería variar, ya que sólo hay un proyecto con valor actual neto positivo (el 1). Sin embargo, la estructura de financiación (20/80) lleva a que el socio obtenga una rentabilidad esperada mucho mayor en el segundo proyecto, que es también el más arriesgado para la sociedad y sus acreedores. Sin perjuicio del eventual ejercicio de la acción social de responsabilidad (a cargo del acreedor *ex art. 240 LSC*)¹⁵⁶, los incentivos del socio-administrador le llevarían a invertir en el proyecto 2. Así, en una situación de insuficiencia patrimonial los incentivos para invertir en proyectos arriesgados se transforman, pese a que el coeficiente de aversión al riesgo se mantenga constante.

Este conflicto de interés se convierte en un problema de agencia si los intereses de socios y administradores se encuentren alineados, pues el interés de aquellos puede diferir del de la sociedad. Por el contrario, como los acreedores resultan beneficiados marginalmente por la gestión óptima de la empresa, su interés puede identificarse con el interés social en estas mismas situaciones¹⁵⁷. La doctrina científica más autorizada considera que la *ratio legis* de la teoría contractualista del interés social deriva, en última instancia, de la condición de los socios como titulares del derecho

¹⁵⁶ La acreditación de que el socio-administrador tuvo la oportunidad de conocer *ex ante* que el valor actual neto del proyecto era negativo debería enervar la excepción de la protección de la discrecionalidad empresarial (art. 226.1 LSC). Cuestión distinta es que se invierta en un proyecto con esperanza positiva, con independencia de que se verifique finalmente *ex post* el peor escenario de todos los posibles contemplados *ex ante*.

¹⁵⁷ Por otra parte, los artículos 16.3 (responsabilidad del socio único frente a la sociedad), 236.2 y 240 de la Ley de Sociedades de Capital (legitimación de los acreedores para ejercitar la acción social a pesar de que el acuerdo lesivo haya sido adoptado, autorizado o ratificado por la junta general) son ejemplos concretos de que el acuerdo unánime de los socios no siempre resulta inocuo para el interés social.

residual de propiedad sobre los activos de la sociedad («*residual claimants*»¹⁵⁸). Pues bien, en las sociedades de capital esta condición no recae únicamente sobre los socios. Los acreedores también pueden revestirse de esta condición (de hecho, las aportaciones de fondos de los acreedores pueden ser mucho más cuantiosas que las de los socios). En concreto, en situaciones de insolvencia que reducen el valor de la empresa a una cifra inferior a la deuda (y donde los socios carecen, por tanto, de un interés económico realizable frente a la sociedad), los acreedores (o, dentro de los acreedores, los privilegiados) pueden reunir la condición de titulares residuales, por beneficiarse marginalmente de la gestión óptima de la empresa y, por ello, tener

¹⁵⁸ En el derecho comparado, véase, por todos, Easterbrook, F.H. y Fischel, D. *The Economic Structure of Corporate Law*, Harvard University Press, 1991, páginas 67 y 68: «(v)oting exists in corporations because someone must have the residual power to act (or delegate) when contracts are not complete (...) shareholders are the residual claimants of the firm's income. Creditors have fixed claims, and employees generally negotiate compensation schedules in advance of performance. The gains and losses from abnormally good or bad performance are the lot of the shareholders, whose claims stand last in the line. As the residual claimants, shareholders have the appropriate incentives (collective choice problems notwithstanding) to make discretionary decisions». Paz-Ares, C. recoge esta doctrina en *Responsabilidad de los administradores y gobierno corporativo*, Centro de Estudios del Colegio de Registradores de la Propiedad y Mercantiles de España, San José, Madrid, 2007, páginas 123 a 125: «la prioridad de este criterio basado en la creación de valor para el accionista es fácil de entender desde el punto de vista jurídico: la cláusula del interés social tiene por finalidad cubrir las lagunas del contrato de sociedad (es como la cláusula de la buena fe en el artículo 1258 CC) y, siendo así, ha de interpretarse tratando de imaginar lo que habrían pactado las partes, lo cual nos lleva evidentemente a fórmulas de maximización de sus intereses. Desde el punto de vista económico o financiero, hay también varias razones que avalan el punto de vista contractual. La primera se funda en las propias exigencias de los mercados competitivos, en los que difícilmente pueden sobrevivir empresas o naciones con empresas que se guíen por otros criterios: la inversión se desplazará siempre hacia aquellas que prometan más valor. La segunda apela a consideraciones de practicabilidad, a las que debemos ser especialmente sensibles los juristas. La formulación del interés social en términos de maximización del valor de la empresa proporciona al órgano de administración de la sociedad y a las instancias ejecutivas sujetas a su supervisión una directriz neta y clara que facilita la adopción de decisiones y la evaluación de sus prestaciones. La alternativa institucional incrementa su discrecionalidad y mina su accountability. Es manifiesto, en este sentido, que bajo la apelación a la necesidad de componer intereses, siempre resulta más fácil justificar cualquier decisión, incluso aquellas adoptadas en beneficio de los propios ejecutivos. La tercera razón que justifica la primacía del interés de los accionistas se funda en la necesidad de acomodar el diseño de la organización a los incentivos de las partes. Hay que tener en cuenta en este sentido que los accionistas perciben la renta residual de la empresa y soportan su riesgo residual y, por tanto, el arreglo de sus intereses pasa necesariamente por la previa satisfacción de lo contractualmente prometido a los demás. Los accionistas son, desde este punto de vista, los titulares de las inversiones más vulnerables. Nada de lo anterior quiere decir, sin embargo, que los administradores hayan de perseguir los intereses de los accionistas a toda costa, desconsiderando o considerando insuficientemente los de otros miembros de la empresa y de la comunidad en que se ubica. Todo lo contrario. Como certeramente señala el Informe Olivencia, “el interés de los accionistas proporciona una guía de actuación que necesariamente habrá de desarrollarse cumpliendo con las exigencias impuestas por el derecho (por ejemplo, normas fiscales o medio-ambientales); respetando de buena fe los contratos explícitos e implícitos concertados con otros stakeholders (trabajadores, proveedores, acreedores, etcétera); y, en general, observando aquellas exigencias éticas que razonablemente sean apropiadas para la responsable conducción de los negocios”. En otros términos: cuando los intereses y riesgos son fijos – como ocurre con los demás stakeholders –, su satisfacción se realiza cumplimentando las correspondientes obligaciones legales y contractuales. En cambio, cuando son residuales – como ocurre con los accionistas –, su satisfacción se realiza bajo un imperativo de maximización».

incentivos más acordes que los socios con el interés social (la maximización sostenida del valor empresarial a medio y largo plazo).

La casuística a propósito del conflicto de interés entre socios y acreedores es variada, abarcando, por ejemplo, el acuerdo de la junta general que imparte instrucciones al órgano de administración para poner fin a las negociaciones de un acuerdo de refinanciación, que podría dar lugar a un cambio de control en la sociedad a favor de los acreedores (cfr. art. 165.2 LC). O en el marco del concurso, la negativa de la junta general a acordar la disposición de un activo esencial no necesario para la continuidad de la actividad empresarial, pero sí crucial para financiarla durante el concurso con el producto, o la situación donde la junta general imparte instrucciones para que el órgano de administración solicite la apertura de la fase de liquidación, frustrando así la aprobación de un convenio de asunción o incluso el cumplimiento de un convenio de continuidad (arts. 128.3 y 142.1 LC). En todos estos casos, el órgano de administración estaría facultado para inobservar las instrucciones de la junta (art. 161 LSC), sin riesgo alguno de incurrir en responsabilidad. Al contrario, el acuerdo de la junta general¹⁵⁹ sería susceptible de impugnación por parte de los acreedores, como terceros con interés legítimo (art. 206.1 LSC¹⁶⁰), quienes también podrían ejercitar la acción social sin que el acuerdo de la junta operara como hecho impeditivo o extintivo de la pretensión (arts. 236.2 y 240 LSC). En caso de concurso con apertura de la fase de liquidación, la inversión en proyectos con valor actual neto negativo podría calificarse como generación o agravación gravemente culposa de la insolvencia (arts. 164.1, 172 y 172 bis LC).

Sin embargo, el contrato celebrado con un tercero independiente –sin que haya infracción del deber de lealtad por no haber injerencia de intereses personales o de personas vinculadas por los administradores– no podría ser atacado (arts. 232 y 234.2 LSC). La situación objeto de análisis (insolvencia que reduce el valor razonable de la empresa a una cifra inferior al pasivo exigible de la sociedad) no se corresponde

¹⁵⁹ Inexplicablemente, el artículo 251.1 no reproduce la atribución de legitimación que realiza el artículo 206.1 de la Ley de Sociedades de Capital a favor de los acreedores. La sociedad ostenta siempre legitimación pasiva en materia de impugnación de acuerdos sociales (arts. 206.3 y 251.2 LSC), por lo que tampoco cabría el ejercicio de la acción subrogatoria del artículo 1111 del Código Civil.

¹⁶⁰ Cuestión de gran dificultad, dado que los acreedores difícilmente tendrán acceso a las actas de la sesión de la junta general donde se adopten dichas instrucciones. En cuanto a los acuerdos del propio órgano de administración en ejecución de semejantes instrucciones, la posibilidad de impugnar el acuerdo social se restringe a aquellos casos donde el modo de administración elegido sea el órgano colegiado (el consejo de administración). Sin embargo, como se expone a continuación, los acreedores carecen de legitimación para impugnar los acuerdos del consejo que sean contrarios al interés social (art. 251.1 LSC).

con un posible escenario de infracción del deber de lealtad. Los administradores no perseguirían un interés ajeno al social por cuenta propia o ajena (arts. 227.e, 229.2 y 231 LSC), sino que promoverían el común de los socios en llevar a cabo determinados actos o negocios jurídicos que, sin embargo, se compadecen mal con el interés social cuando aquellos se hallan «*out of the money*», por carecer de un interés económico realizable frente a la sociedad atendiendo a la valoración de la empresa y el nivel de deuda.

Los remedios que pone el derecho societario a disposición de los acreedores son inidóneos. En cuanto a la legitimación para impugnar los acuerdos sociales (de la junta general), se trata de un remedio *ex post*, pero, sobre todo, basado en una información de difícil acceso para los acreedores (cfr. arts. 256 y ss. LEC). En cuanto a la legitimación extraordinaria y subsidiaria para el ejercicio de la acción social, se trata nuevamente de un remedio resarcitorio frente a un tercero, que no es susceptible de paliar las consecuencias nocivas que el acto o negocio jurídico en cuestión pueda tener para el interés social. En consecuencia, los acreedores deben protegerse contractualmente frente a la deferencia que, naturalmente, el derecho societario realiza a favor de los socios (*Vid. Infra V.4*)¹⁶¹ o, en última instancia, solicitar la declaración de concurso necesario (*Vid. Infra V.5 y VI.1*). Ambas soluciones persiguen tutelar el interés de los acreedores en una tesitura donde aquél puede hallarse alienado con el interés social.

Desde otro punto de vista, las reglas de los artículos 160 f) y 161 de la Ley de Sociedades de Capital no deberían ser aplicables en caso de concurso. Sin duda alguna, la fase de liquidación, como vía colectiva de apremio que, además, conlleva la disolución de la persona jurídica debería exceptuar su aplicación. En las secciones tercera (fase de común) y quinta (fase de convenio), la cuestión es más discutible atendiendo a si el interés económico de los socios es realizable. No obstante, como se trata de una cuestión de valoración empresarial, la dificultad probatoria aconsejaría una excepción generalizada de estas normas una vez declarado el procedimiento concursal. La determinación de la estructura de gobierno corporativo no puede depender de un elemento de hecho, cambiante y sujeto a discusión pericial, como es la valoración de la empresa. Evidentes dificultades prácticas y la tutela de la seguridad jurídica aconsejan establecer una norma por defecto. Del mismo modo que

¹⁶¹ Por supuesto, los mecanismos contractuales a disposición de los acreedores no operan sólo ante la situación extrema de la inversión en proyectos con valor actual neto negativo, sino que también pueden actuar en términos de decisiones sub-óptimas.

el derecho societario asume la solvencia como regla general¹⁶², la declaración de concurso debería desencadenar el cambio en el gobierno corporativo de la empresa en crisis, reservando la cuestión de la valoración de la empresa (y la consiguiente asignación de derechos políticos y económicos) a la solución de la insolvencia¹⁶³. Además de exacerbar el problema de gobierno corporativo de la empresa en crisis, la aplicación del artículo 160 f) de la Ley de Sociedades de Capital en situaciones de concurso puede dar lugar a situaciones de bloqueo con relación a la enajenación de bienes y derechos con anterioridad a la apertura de la fase de liquidación¹⁶⁴.

En definitiva, los administradores deberán inobservar las instrucciones unánimes de los socios cuando, en situaciones de insolvencia, sus incentivos puedan resultar contrapuestos al «interés social». Para ello es necesario conceptualizar adecuadamente el «interés social»¹⁶⁵ y los deberes fiduciarios de diligencia y lealtad de los administradores» como conceptos estáticos¹⁶⁶ al margen de la situación de insolvencia. Lo que varía es la legitimidad para determinar el «interés social». La teoría contractualista del interés social, la deferencia al interés común de los socios para determinarlo, no es un buen instrumento de gobierno corporativo en situaciones de insolvencia, donde el valor razonable de la empresa con relación al pasivo exigible de la sociedad sitúa a los socios «*out of the money*». Si los incentivos de socios y administradores están alineados, el conflicto de interés descrito se convierte en un problema de gobierno corporativo.

4. El interés social como maximización del valor empresarial al margen de los «stakeholders» con incentivos más alineados con el interés social

4.1. *Los administradores se deben al interés social, con independencia de los «stakeholders» que reúnen la condición de «residual claimants»*

Hay que distinguir el «interés social» de los «titulares del derecho residual sobre los activos de la sociedad (*residual claimants*)» y de los titulares de los derechos políticos

¹⁶² Véase, no obstante, los artículos 74.2, 240 y 428 de la Ley de Sociedades de Capital.

¹⁶³ Con todo, el cambio en el gobierno corporativo que se propone asociar a la mera declaración de concurso no alcanzaría a la reasignación de derechos políticos asociados a la condición de socio, sino a limitar ciertas competencias y facultades procesales en el seno del concurso.

¹⁶⁴ Vid. *Infra* VI.2.3 y X.4.

¹⁶⁵ Vid. *Infra* II.4 y IV.1.

¹⁶⁶ Vid. *Infra* III.1, III.9 y IV.2.

en las sociedades de capital. Al margen de los acuerdos abusivos del artículo 204.1.II de la Ley de Sociedades de Capital¹⁶⁷, es lugar común definir el «interés social» como la maximización sostenida del valor empresarial a medio y largo plazo¹⁶⁸. El Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas, de febrero de 2015, lo define como «*la consecución de un negocio rentable y sostenible a largo plazo, que promueva su continuidad y la maximización del valor económico de la empresa*»¹⁶⁹. Los administradores sociales deben desempeñar su cargo atendiendo a parámetros objetivos (y las instrucciones de la junta), sin reparar en las consecuencias que sus decisiones pueden conllevar en el interés subjetivo de los inversores en los que recae la condición de «*residual claimants*». El interés social no debe asociarse a la maximización del interés patrimonial de los socios o a la protección de los intereses de ningún otro «*stakeholder*» de la sociedad (salvo que así lo establezca el contrato social: los estatutos).

Dicho lo anterior, el órgano de administración beneficia *de facto* a determinados inversores en su labor de maximizar el valor empresarial a medio y largo plazo. Los socios son los favorecidos en situaciones de «normalidad», donde el valor razonable de la empresa es superior al del pasivo exigible. Pero los acreedores también se benefician cuando el valor razonable de la empresa es inferior al pasivo exigible de la sociedad. Es decir, el objetivo de maximizar el valor empresarial de forma sostenida a medio y largo plazo se identifica con el interés patrimonial de los «*stakeholders*» sobre los que recae la condición de «*residual claimants*». Pero ello no debe llevar a confundir los conceptos de «interés social» y «*residual claimants*».

¹⁶⁷ Conforme al marco conceptual expuesto en este trabajo, los acuerdos en perjuicio de la minoría que no sean perjudiciales para el patrimonio empresarial no serían contrarios al interés social (entendido como la maximización sostenida del valor empresarial a medio y largo plazo), sino abusivos, sin perjuicio de que también supongan un incumplimiento del contrato de sociedad desde la perspectiva del conflicto de interés entre socios (cfr. arts. 204.1.II LC, 1258 y 1666.I CC).

¹⁶⁸ En adelante se hará referencia a esta noción de interés social, sin perjuicio del análisis oportuno de las situaciones de potencial abusividad para los minoritarios.

¹⁶⁹ Véase la recomendación decimosegunda: «*Que el consejo de administración desempeñe sus funciones con unidad de propósito e independencia de criterio, dispense el mismo trato a todos los accionistas que se hallen en la misma posición y se guíe por el interés social, entendido como la consecución de un negocio rentable y sostenible a largo plazo, que promueva su continuidad y la maximización del valor económico de la empresa. Y que en la búsqueda del interés social, además del respeto de las leyes y reglamentos y de un comportamiento basado en la buena fe, la ética y el respeto a los usos y a las buenas prácticas comúnmente aceptadas, procure conciliar el propio interés social con, según corresponda, los legítimos intereses de sus empleados, sus proveedores, sus clientes y los de los restantes grupos de interés que puedan verse afectados, así como el impacto de las actividades de la compañía en la comunidad en su conjunto y en el medio ambiente*».

Sin duda, el nombramiento o cese de los administradores por la junta general (en cualquier momento *ex art. 223.1 LSC*) puede influir en la labor de los administradores y en la identificación del interés social con el de los socios, especialmente respecto a los «administradores dominicales»¹⁷⁰. El riesgo es que el órgano de administración se vea afectado por la influencia de los titulares de los derechos políticos cuando los socios no son los «*residual claimants*». Este riesgo es la piedra angular del problema del gobierno corporativo de la empresa en crisis.

4.2. Relación entre «*residual claimants*» y titulares de derechos políticos

Los socios no son los únicos «*stakeholders*» que invierten en la sociedad, aunque son los únicos a los que la Ley de Sociedades de Capital atribuye derechos políticos¹⁷¹. La razón de ello es que la estructura de gobierno corporativo del derecho societario parte naturalmente de la hipótesis de solvencia empresarial, pues la condición de «*residual claimants*» recae habitualmente sobre los socios.

Cuando el beneficio social incrementa el patrimonio neto a una cifra superior al capital social (y hay flujo de caja excedentario)¹⁷², si la sociedad lo acuerda a propuesta del órgano de administración (arts. 253.1 y 273.1 LSC), los socios tienen derecho a participar en el dividendo repartido. Precisamente porque los socios resultan beneficiados marginalmente por la administración y gestión óptima del haber social, también recae sobre ellos la condición de «*residual claimants*» cuando el valor razonable de la empresa excede del pasivo exigible de la sociedad. Desde esta perspectiva, se entiende bien que el derecho de sociedades conceda derechos políticos a los socios, pues hay alineamiento entre sus objetivos y el interés social. Esta rama

¹⁷⁰ Esta afirmación debería confirmarse a partir del correspondiente análisis empírico.

¹⁷¹ Coase, R. «The Nature of the Firm», *Economica*, New Series, Vol. 4, No. 16. (Nov., 1937), pp. 386-405.

¹⁷² Puede ocurrir que la sociedad esté obteniendo beneficios contables año a año y, sin embargo, que por conceder crédito comercial a sus clientes, esté en situación de insolvencia si no consigue obtener financiación a corto plazo de sus proveedores (cfr. art. 2.2 LC). Lo habitual es que parte de la financiación a largo plazo de la sociedad (ya sea propia o ajena) se destine a financiar el capital circulante para evitar este tipo de tensiones de liquidez. Puede ocurrir que la falta de liquidez de las partidas del activo circulante (cuentas de clientes u otros deudores a cobrar a medio plazo) impidan acordar la aplicación del resultado para repartir un dividendo a los socios, salvo que se recurra a financiación ajena en aras de obtener saldo disponible para dicha distribución. Pese al estricto cumplimiento de las normas societarias (art. 273 LSC), el dividendo debidamente pagado a los socios (en efectivo o por compensación) puede ser reintegrable (art. 71 LSC) si la sociedad se encuentra en situación de insolvencia (art. 2.2 LC). Véase las sentencias de la sala primera del Tribunal Supremo de 17.IV.2015 (RJ 2015, 1201; ponente: Sebastián Sastre) y 24.VI.2015 (RJ 2015, 2769; ponente: Sebastián Sastre).

del ordenamiento jurídico establece normas encaminadas a reducir los costes de transacción entre las partes que acuerdan poner en común recursos para llevar a cabo una determinada empresa. Así, este reconocimiento de derechos políticos a favor de los socios no es absoluto ni tiene que ver con que sean «*propietarios*» de las acciones o participaciones sociales, sino que deriva de su condición de «*residual claimants*» respecto de la empresa titularidad de la sociedad¹⁷³.

4.3. Relación entre titularidad de derechos políticos y propiedad del haber social

Esta identificación de los titulares de los derechos políticos con los «*stakeholders*» sobre los que recae la condición de «*residual claimants*» difiere de la noción tradicional, proveniente de la tesis contractualista, de que «*conseguir la maximización del beneficio de los accionistas es la meta de la sociedad. En la medida en que los accionistas son los propietarios, sus intereses han de equipararse con los intereses sociales, por lo cual los administradores deben actuar guiados por el único objetivo de aumentar las ganancias de los socios*»¹⁷⁴. El argumento de la propiedad es desde luego sugerente. Los socios contratan libremente entre ellos y se obligan para realizar aportaciones al capital social, en contraprestación por un número determinado de acciones o participaciones sociales que les otorgan derechos políticos y económicos. Sin embargo, esta línea de argumentación se compadece mal hasta con el propio derecho societario. La sociedad es la única propietaria del haber social y los socios, por ejemplo, no disponen de un derecho de separación *ad nutum* ni de un derecho al dividendo mínimo¹⁷⁵. De lo contrario, los perjuicios asociados a la imposibilidad de obtener financiación ajena sobrepasarían la ventaja de la limitación en la responsabilidad de los socios. Los derechos económicos se concretan en la participación proporcional en el reparto de dividendos que acuerda la sociedad a propuesta del órgano de administración y, en caso de existir excedente, en el cobro

¹⁷³ Jensen, M. *A Theory of the Firm: Governance, Residual Claims, and Organizational Forms*, Harvard University Press, 2003, *passim*. «*Corporations vest control rights in shareholders because they are the constituency that bear business risk and therefore have the appropriate incentives to maximize corporate value. Assigning control to any other group would be tantamount to allowing that group to play poker with someone else's money, and would create inefficiencies. The implicit denial of this proposition is the fallacy of the so-called stakeholder theory of the corporation, which argues that corporations should be run in the interests of all stakeholders*».

¹⁷⁴ Véase Recamán, E. «Los deberes de los administradores sociales en situación de crisis empresarial en el marco norteamericano», *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal*, nº 17, 2012, págs. 311 y ss. (especialmente: página 311, nota al pie 8).

¹⁷⁵ El efecto restitutivo asociado al ejercicio del derecho de separación conforme al artículo 348 bis de la Ley de Sociedades de Capital puede suponer el incumplimiento de ciertas obligaciones de no hacer de los contratos de financiación. No se oculta que ésta es una de las razones que llevó a la suspensión temporal de su vigencia hasta el 31.XII.2016.

proporcional de la cuota de liquidación. En fin, la propia personificación de la sociedad lleva a concluir que la noción de propietarios no encaja con esta definición de interés social.

Distinto es señalar, como ha hecho la doctrina científica en el derecho comparado¹⁷⁶, que el reconocimiento de derechos políticos y económicos a favor de los socios suele ser el mejor medio para conseguir el último objetivo al que obedece el derecho societario: la maximización del valor social en sentido amplio¹⁷⁷. Sin embargo, esta noción ha de matizarse en situaciones de insolvencia, en la medida en que se puede producir un cambio en los propietarios residuales de los activos de la sociedad, cuando el valor razonable de la empresa es inferior al pasivo exigible de la sociedad.

5. Mantenimiento de la estructura de gobierno corporativo del derecho societario y endurecimiento de los efectos de la declaración de concurso

Así, el interés social, la maximización sostenida del valor empresarial a medio y largo plazo, no varía durante la eficacia del contrato de sociedad, ni siquiera como consecuencia de la insolvencia. Lo que puede cambiar es la identidad de los «*stakeholders*» con mejores incentivos, por estar más alineados con el interés social. Si la insolvencia reduce el valor de la empresa a una cifra inferior al pasivo exigible, surge un conflicto de interés y un eventual problema de agencia, ya que la estructura

¹⁷⁶ Kraakman, R. *et al*, *The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach*, *op. cit.*, páginas 28 y 29, explican el significado de la caracterización de los socios o accionistas como «*residual claimants*»: «*shareholders are a corporation's "residual claimants" in the sense that they are entitled to appropriate all (and only) the net assets and earnings of the corporation after all contractual claimants –such as employees, suppliers, and customers– have been paid in full*», conforme al razonamiento que se transcribe a continuación. «*Focusing principally on the maximization of shareholder returns is, in general, the best means by which corporate law can serve the broader goal of advancing overall welfare. In general, creditors, workers, and customers will consent to deal with a corporation only if they expect themselves to be better off as a result. Consequently, the corporation –and, in particular, its shareholders, as the firm's residual claimants and risk bearers– have a direct pecuniary interest in making sure that corporate transactions are beneficial, not just to the shareholders, but to all parties who deal with the firm. We believe that this second view is –and surely ought to be– the appropriate interpretation of statements by legal scholars and economists asserting that shareholder value is the proper object of corporate law*».

¹⁷⁷ De hecho, Kraakman, R. *et al*, *The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach*, *op. cit.*, afirman en la página 15 que una sociedad de capital puede definirse como una cooperativa en la que se asignan derechos políticos o económicos de forma proporcional al capital aportado. «*Indeed, business corporations are effectively a special kind of producer activity, in which control and profits are tied to supply of a particular type of input, namely capital. As a consequence, business corporations could, in principle, be formed under a well-designed general cooperative corporation statute. But the law provides, instead, a special statutory form for corporations owned by investors of capital ("capital cooperatives", as we think of them)*».

de gobierno corporativo del derecho societario no altera el reconocimiento de derechos políticos a los socios aunque se hallen «*out of the money*».

Este trabajo propone mantener incólume la estructura de gobierno corporativo que establece el derecho societario en beneficio de los socios. La excepción (la insolvencia) no debe determinar la alteración de las normas básicas tendentes a abordar el problema de agencia existente entre socios y administradores, y el potencial conflicto de interés entre los socios entre sí¹⁷⁸. De lo contrario, el interés social puede resultar perjudicado si los administradores sociales dudan sobre los intereses a los que deben atender. Ésa es la principal crítica a la solución legislativa que ha llevado a cabo la Ley 17/2014, de 30 de septiembre, por la que se adoptan medidas urgentes en materia de refinanciación y reestructuración de deuda empresarial (BOE de 1 de octubre).

La tutela de los intereses de los acreedores, en su flamante condición sobrevenida de «guardianes» del interés social, requiere de una protección *ex ante*. La legitimación para impugnar los acuerdos sociales de la junta general (arts. 204.1.I y 206.1 LSC) y la «amenaza» del ejercicio de la acción social (arts. 74.2 y 240 LSC) se revelan como mecanismos inadecuados para atender esta finalidad. Así, la solución primordial al conflicto de interés entre socios y acreedores debe provenir del contrato. El riesgo de administración de hecho u oculta, cada vez menor, se compece mal con este conflicto de base económica. Los acreedores «voluntarios» se protegen diligentemente mediante previsiones contractuales para tutelar su derecho en previsión de dicho conflicto de interés y eventual problema de agencia, que resulta

¹⁷⁸ En el mismo sentido, Alfaro, J. «El interés social y los deberes de lealtad de los administradores», *op. cit.*, *passim*, «(e)l interés social es el interés común a todos los accionistas en maximizar el valor de sus inversiones. Esta concepción del interés social es insustituible en un sistema económico en el que las sociedades son contratos voluntarios entre particulares para perseguir un fin común. Esta concepción del interés social es la única coherente con la maximización de la riqueza en una Sociedad organizada económicamente como una Economía de Mercado, donde los mercados en los que está presente una empresa con competitivos y en los que, en consecuencia, la "mano invisible" de los precios orienta la actuación de las empresas y garantiza la correcta asignación de los recursos y la inexistencia de explotación. La protección de los intereses de los terceros afectados por la actividad de las empresas y de la Sociedad en general no corresponde al Derecho de Sociedades, sino a otras ramas del Derecho, a la regulación económica en general y a los contratos que esos terceros celebran con las compañías. La función del interés social dentro del Derecho de Sociedades es la de controlar las decisiones mayoritarias discrecionales para evitar que la mayoría obtenga ventajas particulares a costa del conjunto de los accionistas. Su función es idéntica a la del deber de lealtad de los administradores sociales respecto de la sociedad. Cumple, pues, una función de integración del contrato social, contrato en el que la adopción de decisiones discrecionales está asignada a los órganos sociales. Su función no es sólo la de límite a los poderes discrecionales en una relación contractual, sino también la de hacer compatible con los principios básicos del Derecho Privado y de la autonomía privada la atribución de poderes discrecionales a un particular en su relación con otro particular».

extraño para la estructura de gobierno corporativo del derecho societario (*Vid. Infra* II.3 y V.2).

La alternativa residual a disposición de los acreedores cuando fallan los mecanismos contractuales de «*creditor governance*» es la legitimación para solicitar la declaración de concurso necesario (*Vid. Infra* V.5 y VI.1). Sin embargo, la Ley Concursal no anuda a la declaración de concurso un cambio radical en el gobierno corporativo de la empresa en crisis. Aunque, idealmente, dicho cambio debería basarse en la valoración de la empresa en comparación con el nivel de endeudamiento, se propone endurecer los efectos de la declaración de concurso (asumiendo, por hipótesis, la concurrencia del problema de agencia descrito). La justificación obedece a las mismas razones prácticas y de observancia del principio de seguridad jurídica que impiden hacer depender la estructura de gobierno corporativo del derecho societario de un elemento de hecho cambiante como es la valoración de la empresa. La valoración de la empresa se reservaría a un momento posterior, el de la solución al concurso, respecto al posible cambio de control sobre el deudor o sobre la empresa de su titularidad (*Vid. Infra* VI.3).

III. Insolvencia, deberes y responsabilidad de administradores

1. La sociedad como destinataria de los deberes de los administradores

Corolario de la definición de «interés social» como la maximización sostenida del valor empresarial a medio y largo plazo es que la sociedad es la destinataria de los deberes fiduciarios de los administradores sociales. El órgano de administración ha de desempeñar su labor con la diligencia de un ordenado empresario (deber de diligencia *ex art. 225 LSC*) y como un representante leal, promoviendo el interés de la sociedad en maximizar el valor empresarial por encima de cualquier otro interés personal (deber de lealtad *ex art. 227 LSC*)¹⁷⁹.

Es lugar común que los administradores deban actuar en el mejor interés de la sociedad y no de los socios que los designan. Ello no empece para que esa labor beneficie a los socios, en su condición de «*residual claimants*», en el marco de la estructura de gobierno corporativo del derecho societario (solventia empresarial). El único aspecto susceptible de variar en situaciones de insolvencia es la identidad de los «*stakeholders*» con incentivos más alienados con el interés social¹⁸⁰. Los administradores deben actuar con diligencia y lealtad para con la sociedad, con

¹⁷⁹ Con todo, no toda actuación de los administradores contraria a perseguir el mejor interés de la sociedad supone una infracción del deber de lealtad. Tampoco cuando anticipan el interés de los socios al de la sociedad (salvo que se trate de socios-administradores o se les haya prometido, por ejemplo, una retribución externa). El deber de lealtad se incumple cuando el administrador daña el patrimonio social debido a una situación de conflicto de interés que le atañe al mismo o a una persona vinculada (art. 227 LSC) –*Vid. Infra* II.1.4 y III.3–.

¹⁸⁰ Alonso Ledesma, C. «Derecho de sociedades vs. Derecho concursal, técnicas alternativas o complementarias de protección de los acreedores?», *op. cit.*, páginas 67 a 109 (especialmente: páginas 83 y 84), «*el que los administradores deban actuar tratando de lograr un incremento del valor de la firma, en nada difiere del deber general de diligencia de los administradores que, junto con el deber de lealtad debe presidir siempre su actuación, por lo que, difícilmente, puede hablarse de la existencia de un deber específico a cargo de los administradores frente a los acreedores. Esta conclusión resulta abonada por el hecho de que el deber frente a los acreedores no se configura como un deber directo de los administradores frente a los acreedores, sino como una extensión de los tradicionales deberes fiduciarios de los administradores y, por tanto, como un deber frente a la sociedad. La importancia de este punto es decisiva ya que se trata de un deber que puede ser exigido sólo por la sociedad (o en una acción derivativa en su nombre) y no directamente por los acreedores, siempre que la sociedad no haya entrado en un procedimiento formal de insolvencia. E incluso en este caso, el deber correspondería a los acreedores colectivamente (integrados en la masa pasiva del concurso) y será exigible por el liquidador o por un receiver y no por los acreedores individualmente. Se trataría, en definitiva, más que de un nuevo deber impuesto a los administradores en la proximidad de la insolvencia, de una modulación de la doctrina de los deberes fiduciarios de los administradores frente a la sociedad cuando la insolvencia es inminente (...)*».

independencia de que en situaciones de insolvencia, el interés social pueda identificarse más con el de los acreedores que con el de los socios¹⁸¹.

Es incorrecto afirmar que los administradores deben desempeñar su labor con diligencia y lealtad para con los acreedores en situaciones de insolvencia. La doctrina científica¹⁸² y judicial comparada¹⁸³ ha enfocado en ocasiones esta cuestión desde una perspectiva que plantea más problemas que soluciones. Los administradores responden siempre frente a la sociedad¹⁸⁴. Otra es que, cuando el valor razonable de la empresa sea inferior al pasivo exigible, el estricto cumplimiento de los deberes fiduciarios de los administradores favorezca a los acreedores. De otro modo (rotación de los deberes fiduciarios en situaciones de insolvencia), la confusión que padecerían los administradores sobre el destinatario sería contraproducente para la sociedad y, en última instancia, para los «*residual claimants*». Es fácil imaginar el desconcierto de los administradores susceptibles de ser demandados por distintos grupos de interés de la sociedad¹⁸⁵, lo que a buen seguro repercutiría en la eficiencia, si no en la propia diligencia que les es exigida en el desempeño de su mandato. Por tanto, al igual que ocurre con los socios en situaciones de «normalidad», los acreedores tampoco son los destinatarios de los deberes fiduciarios de los administradores en situaciones de insolvencia que reducen el valor de la empresa a una cifra inferior a la deuda. En definitiva, el cambio en los «*stakeholders*» con incentivos más alineados con el interés social no empece para que la sociedad continúe siendo la destinataria de los deberes de diligencia y lealtad.

Ahora bien, como acontece con los socios, la potencialidad de una demanda interpuesta por los acreedores puede influenciar en la gestión de los administradores. Además de la legitimación extraordinaria y subsidiaria para ejercitar la acción social

¹⁸¹ Cuestión distinta es la falta de reconocimiento legal, incluso por el procedimiento concursal, del conflicto de interés entre socios y acreedores, y eventual problema de agencia, en la medida en que los incentivos de los administradores se hallen alineados con los de aquellos (*Vid Infra* VI.2). Véase Recamán, E. «Los deberes de los administradores sociales en situación de crisis empresarial en el marco norteamericano», *op. cit.*, página 318.

¹⁸² *Idem*, página 311.

¹⁸³ Véase el caso australiano *Walker v. Wimborne* [(1976) 137 CLR 1; (1976) 3 ACLR 529] y *Credit Lyonnais Bank Netherland, N.V. v. Pathe Communications Corp.*, 1991 WL 277613 (Del.Ch. Dec. 30, 1991), 1-31, resuelto por la *Delaware Chancery Court*. *Vid. Infra* III.7.

¹⁸⁴ La declaración de la sociedad en concurso no desautoriza esta conclusión. Los administradores siguen respondiendo frente a la sociedad, como acredita el posible ejercicio de la acción social por hechos posteriores a la declaración de concurso. *Vid. Infra* IV.4.4.2 y VI.2.4.

¹⁸⁵ Desde esta perspectiva, se compartirían las críticas que se han vertido tradicionalmente contra la tesis institucionalista del interés social.

de responsabilidad (arts. 74.2 y 240 LSC), los acreedores pueden acudir a la «acción individual» (art. 241 LSC) y a otros remedios habitualmente asociados a las situaciones de crisis empresarial (responsabilidad *ex lege* por deudas del art. 367 LSC, la concursal del art. 172 *bis* LC, la subsidiaria en materia tributaria *ex art.* 43 LGT, etc.). Por ello, es obligado el análisis de los remedios de la sociedad y de los acreedores frente a los administradores como un instrumento (o un problema) de gobierno corporativo. El análisis comienza con somero repaso a los deberes fiduciarios de los administradores y su impermeabilidad a las situaciones de insolvencia empresarial.

2. Deber de diligencia y «*business judgment rule*» como mecanismo de gobierno corporativo

2.1. *Atenuación del deber de diligencia en atención al interés social*

La sociedad es la destinataria de los deberes fiduciarios de los administradores, que deben promover la consecución del interés social: la maximización sostenida del valor empresarial a medio y largo plazo. La aversión de los administradores ante el riesgo de acciones de responsabilidad contra su patrimonio supone un problema, pues podrán declinar proyectos con valor actual neto positivo por miedo a que se verifique alguno de los escenarios en los que pueda fracasar la inversión.

La afectación del patrimonio personal de los administradores al riesgo empresarial desincentiva incluso la propia diligencia exigida a un ordenado empresario (pues incluye la asunción de riesgo). Los administradores, al margen de paquetes retributivos susceptibles de alinear sus incentivos con los de los socios, no participan en la distribución del beneficio, pero corren el riesgo de asumir las consecuencias negativas del proyecto empresarial que eventualmente fracasa¹⁸⁶. Esta dicotomía perjudica irónicamente a la sociedad y, en última instancia a los socios (en general, a los «*residual claimants*»), porque existe el riesgo de que los administradores

¹⁸⁶ Como exponen Allen, W., Kraakman, R. y Subramanian, G. *Commentaries and Cases on the Law of Business Organization*, op. cit., página 219: «*the duty of care is not just another negligence rule. (...) There is an important policy reason why a business loss cannot be analogized to a traffic accident or a slip on a banana peel. The reason, bluntly stated, is that corporate directors and officers invest other people's money. They bear the full costs of any personal liability, but they receive only a small fraction of the gains from a risky decision. Liability under a negligence standard therefore would predictably discourage officers and directors from undertaking valuable but risky projects*». Entre la doctrina española, véase, por todos, Alfaro, J. «Comentario del artículo 226», en la obra colectiva *Comentario de la reforma del régimen de las sociedades de capital en materia de gobierno corporativo (Ley 31/2014) [Sociedades no cotizadas]*, op. cit.

declinen invertir en proyectos empresariales generadores de valor empresarial a medio y largo plazo (aquellos que presentan valor actual neto positivo).

El problema se entiende mejor con un sencillo ejemplo numérico. Sea una sociedad anónima, cuyo consejero delegado debe decidir si se invierte o no en dos proyectos empresariales. Su remuneración, según los estatutos, se distribuye entre una parte fija y una variable, que depende del beneficio. El consejero delegado presenta incentivos para invertir en proyectos generadores de valor empresarial (cuando mayor sea el beneficio, mayor su retribución). Sin embargo, más allá de que perderá parte de su remuneración si los proyectos fracasan eventualmente, teme el ejercicio de una acción social de responsabilidad sobre la base de su hipotética actuación culposa. Los proyectos se describen a continuación.

Proyecto empresarial (A)	Coste	Probabilidad	Ingresos	Resultado	ROA
Escenario 1	60	60%	100	40	66,7%
Escenario 2	95	30%	100	5	5,3%
Escenario 3	150	10%	100	-50	-33,3%
Esperanza	79,5	100%	100	20,5	38,2%

Proyecto empresarial (B)	Coste	Probabilidad	Ingresos	Resultado	ROA
Escenario 1	100	60%	130	30	30,0%
Escenario 2	100	30%	90	-10	-10,0%
Escenario 3	100	10%	60	-40	-40,0%
Esperanza	100	100%	111	11	11,0%

En el primero de los proyectos (A), la sociedad puede incurrir en pérdidas si se verifica el tercer escenario (al que se asigna una probabilidad de un diez por ciento). El proyecto B aún inquieta más al consejero delegado, pues, con un cuarenta por ciento de probabilidad, teme que los socios que controlan la sociedad le demanden. Finalmente, decide conformarse con su remuneración fija y no invertir en ninguno de los dos proyectos, a la espera de detectar oportunidades de negocio que, con toda seguridad, resulten beneficiosas para la sociedad.

Esta decisión es peor para la sociedad (y sus socios) que la de inversión. En un contexto económico de tipos de interés históricamente bajos (y, por tanto, también de la rentabilidad de los bonos o de los depósitos), el coste de oportunidad por no invertir en dos proyectos con valor actual neto positivo podría ser, en sí misma, gravemente culposa. El consejero delegado precisa de cierto confort para saber que un órgano jurisdiccional no incurrirá en el sesgo de la visión retrospectiva si, por el

capricho del destino, los dos proyectos empresariales fracasan eventualmente (aun siendo rentables en grado de expectativa). Con ello se protege al consejero delegado y, también, a la sociedad y a los «*residual claimants*» (en este caso, a los socios).

Para abordar este problema, el derecho de sociedades establece un marco legal para la adopción de ciertas medidas encaminadas a reducir la aversión al riesgo de los administradores. Con todo, no se oculta que un mayor grado de protección también puede provocar un incremento de los costes de transacción por la aparición de «riesgo moral (*moral hazard*)», en la medida en que los administradores sociales, al no internalizar ni siquiera parte del coste de sus actos, puedan rebajar el umbral de diligencia en el desempeño de su cargo. No existe una fórmula exacta para determinar qué solución es óptima en términos de minimización de costes de transacción¹⁸⁷.

2.2. Gastos de defensa

Existen cuatro métodos fundamentales para reducir el grado de aversión de los administradores sociales. El primero consiste en que la sociedad acuerde, a través de la correspondiente previsión estatutaria, el derecho de reembolso de los administradores frente a determinados gastos derivados de reclamaciones de daños (e incluso su anticipo mediante provisión de fondos). Se trata de una medida adicional a la protección de la discrecionalidad empresarial (art. 226.1 LSC)¹⁸⁸, puesto que ésta puede proteger al administrador de responsabilidad, pero no garantiza el reembolso de gastos cuando no haya condena en costas o cuando ésta no cubra los gastos razonables de defensa. Así, el administrador conoce de antemano que no va a tener que soportar los costes del procedimiento.

La inclusión de este derecho en los estatutos no sería un incentivo para la interposición de demandas temerarias por parte de la minoría disidente. Cuando ejercita la acción social, la minoría litiga en interés de la sociedad, pero a su costa. El artículo 239.2 de la Ley de Sociedades de Capital sólo establece el derecho de reembolso en caso de estimación parcial o total de la demanda (si no hay condena en costas). Lo que cambiaría es que el administrador tendría derecho al reembolso (frente a la sociedad, no frente a la minoría) en caso de desestimación sin condena en

¹⁸⁷ Los costes de transacción no son susceptibles de supresión, por lo que el objetivo es adoptar las medidas necesarias para minimizar la combinación de todas sus manifestaciones.

¹⁸⁸ *Vid. Infra* III.2.4.

costas (la sociedad correría con el gasto de la defensa del administrador)¹⁸⁹. Por tanto, el coste de interposición de demandas fallidas, respecto a los costes del administrador, correría a cargo de la sociedad (sin perjuicio de que la minoría o los acreedores pudieran asumir sus propios costes *ex art. 239.2 LSC*).

Naturalmente, el derecho de reembolso debería constar en los estatutos¹⁹⁰. El acuerdo de modificación estatutaria requeriría las mayorías ordinarias (*art. 288 LSC*). La exigencia de unanimidad frustraría el propósito de esta previsión, pues la minoría no estará habitualmente dispuesta a conceder este derecho al administrador designado por la junta general con el apoyo de los socios mayoritarios. Cuando se trate de un socio-administrador, habría un conflicto de interés posicional, por lo que podría ejercitar su derecho de voto. En caso de impugnación del acuerdo social de modificación estatutaria, la minoría debería acreditar (i) la existencia de un daño para la sociedad (que no lo habría), (ii) el beneficio obtenido por el socio-administrador (que sería en todo caso reflejo del obtenido a largo plazo por la sociedad) y (iii) la relación de causalidad entre ambos (*art. 190.3 LSC*).

En el derecho comparado, los límites de este derecho de reembolso varían, dependiendo de (i) si se estima o no la demanda y (ii) si el actor es un tercero o la propia sociedad. Respecto a la «acción individual», los estatutos pueden prever el derecho de reembolso incluso si hay condena firme, siempre que el administrador actuara de buena fe y de un modo no opuesto al interés social. Cabe reembolso incluso si la condena es en vía penal, en la medida en que el administrador «*had no reasonable cause to believe the person's conduct was unlawful*» (sección 145 (a) del

¹⁸⁹ Como no se habrá condenando en costas a la minoría actora (por el criterio del vencimiento o por la existencia de serias dudas de hecho o de derecho *ex art. 394.1 LSC*), difícilmente cabrá que la sociedad repita el pago.

¹⁹⁰ La sentencia de la Audiencia Provincial de Madrid (sección 28ª), de 31.V.2013 (*JUR 2013, 210114*; ponente: Ángel Galgo), estimó que era contrario al interés social el acuerdo por el que la sociedad se haría cargo de los gastos jurídicos derivados de la defensa de los administradores. Acaso de forma contradictoria (y con mejor criterio), la sentencia de la Audiencia Provincial de Madrid (sección 28ª), de 14.I.2013 (*JUR 2013, 70291*; ponente: Gregorio Plaza), había declarado con anterioridad, en el fundamento de derecho tercero que: «*un acuerdo que comporta el derecho de retribución, con constituir siempre un gravamen para la sociedad, no necesariamente ha de representar una decisión lesiva para los intereses de ésta desde el momento en que tal medida es capaz de excitar el celo de los administradores, espolear su disposición a mantenerse en la empresa e incentivarles a procurar una gestión más eficaz de la misma, lo que, en definitiva, bien pudiera redundar en provecho -y no en demérito- del interés social, toda vez que el gravamen representado por el incremento del gasto aspiraría a ser compensado -o, mejor, optimizado- con las correspondientes mejoras en la cuenta de resultados que pudieran ser, directa o indirectamente, consecutivas a ese estímulo retributivo*».

Delaware General Corporation Law)¹⁹¹. En el caso de la acción social, sin embargo, el administrador pierde el derecho de reembolso si hay condena firme (no así si hay acuerdo transaccional), salvo que el órgano jurisdiccional, a instancia de parte, establezca que, a pesar de la sentencia declarativa de condena, el conjunto de las circunstancias concurrentes aconsejan indemnizar al administrador en la cuantía que se juzgue oportuna (sección 145 (b) del *Delaware General Corporation Law*). Cabe incluso la posibilidad de anticipar una provisión de fondos (sección 145 (e)). Finalmente, la sección 145 (c) establece *de forma imperativa* el derecho de reembolso del administrador en caso de que no se estime la demanda (incluso si es porque se alcanza un acuerdo transaccional), ya se trate de una acción individual o de la social.

Partiendo de este modelo, el límite del derecho de reembolso, en el caso de la acción social, debe ser una sentencia firme de condena. Ya sea por haber infringido el deber de lealtad o haber actuado de forma dolosa o con culpa grave, no está justificado el derecho de reembolso. La sociedad no tiene ningún interés en incentivar este tipo de actuaciones. En el caso de la acción individual, sin embargo, la sociedad puede mantener este derecho incluso en el caso de condenas firmes, particularmente a la luz de la última doctrina jurisprudencial del Tribunal Supremo, que imputa al administrador el incumplimiento de determinados «deberes legales reforzados»¹⁹² (por ejemplo, la obligación de garantizar las cantidades entregadas a cuenta por el comprador de una vivienda habitual, conforme a la Ley 57/1968)¹⁹³. Se trata de un daño causado a tercero por una actuación llevada a cabo por el administrador dentro de sus funciones. En este caso, la sociedad debería poder asumir los costes de defensa e incluso el importe de la condena¹⁹⁴, siempre y cuando el administrador actuara de buena fe y en atención al interés social (no, por ejemplo, en casos de apropiación indebida). Sin embargo, la acción individual de responsabilidad es un remedio al que

¹⁹¹ Cuando la resolución judicial no establece condena en costas, el derecho de reembolso del administrador (si no se ha pedido mediante demanda reconvenzional) debe ser aprobado por el órgano de administración (aunque no haya quórum; únicamente votan los administradores no afectados por la reclamación), a un comité ejecutivo del consejo o a un asesor legal externo encargado de emitir una «*legal opinion*» (sección 145 (d) del *Delaware General Corporation Law*).

¹⁹² Véase las sentencias del Tribunal Supremo (sala primera) de 18.IV.2016 (RJ 2016, 1342; ponente: Ignacio Sancho) y 13.VII.2016 (RJ 2016, 3191; ponente: Ignacio Sancho).

¹⁹³ Véase las sentencias del Tribunal Supremo (sala primera), de 23.V.2014 (RJ 2014, 2943; ponente: Sebastián Sastre), 3.III.2016 (RJ 2016, 801; ponente: Pedro José Vela) y 18.IV.2016 (RJ 2016, 1342; ponente: Ignacio Sancho).

¹⁹⁴ En la acción individual, si se establece la identidad entre daño y nominal del crédito impagado (y en todo caso en la del art. 367 LSC), aunque no se haya previsto el derecho de reembolso en los estatutos, el administrador debería tener derecho a repetir el pago contra la sociedad –no así los costes del procedimiento– conforme a las reglas generales (arts. 1158 y ss. CC).

se suele acudir ante la situación de insolvencia de la sociedad¹⁹⁵, por lo que el derecho de reembolso del administrador, acaso como crédito contra la masa (art. 84.2.10º LC), será difícilmente realizable en la práctica.

2.3. Seguros de daños («D&O insurance») suscritos por la sociedad

Los seguros de responsabilidad civil operan como segundo método para reducir la aversión al riesgo de los administradores («D&O insurance»). La sección 145 (g) del *Delaware General Corporation Law* habilita a la sociedad para asegurar a los administradores frente a todo tipo de reclamaciones, sin límite alguno (salvo los de la propia póliza). Por tanto, la cobertura puede hacerse extensiva a los casos de dolo o la mala fe (acciones individuales) e incluso a la condena por el ejercicio exitoso de la acción social de responsabilidad.

La diferencia de esta medida con la anterior radica en que no es la propia sociedad, sino un tercero (la compañía aseguradora) quien reembolsa a los administradores por los costes de defensa (y por la eventual condena) causados por el ejercicio (victorioso) de la acción social. La sociedad se limita a satisfacer la prima en su condición de tomadora del contrato de seguro de responsabilidad civil frente a terceros (a pesar de poder reunir la condición de perjudicada del siniestro y, por tanto, beneficiaria del seguro en el caso de la acción social).

Naturalmente, la limitación sería la no asegurabilidad de los supuestos, en el marco de la acción social, de acción dolosa (deber de diligencia) o de infracción del deber de lealtad. En estos casos, no hay ningún inconveniente en que el administrador pueda suscribir, en calidad de tomador, un contrato de seguro para cubrir esos riesgos adicionales.

¹⁹⁵ A diferencia de la acción de responsabilidad *ex lege* del artículo 367 de la Ley de Sociedades de Capital, la declaración de concurso no impide el ejercicio de la acción individual de responsabilidad ni suspende los procedimientos en concurso (arts. 50.2 y 51 *bis*.1 LC). Sin embargo, el Tribunal Supremo (sala primera), en la sentencia de 22.XII.2014 (RJ 2014, 6885; ponente: Ignacio Sancho), ha establecido que el efecto interruptivo de la prescripción del artículo 60.3.1 de la Ley Concursal también es aplicable a la acción individual. Además, la resolución indica que no concurre el efecto prejudicial de la cosa juzgada positiva en un caso en el que se ejercitaba la acción individual por los mismos hechos que habían llevado a calificar el concurso como fortuito (fundamento de derecho vigesimosegundo): «Y aunque pudiéramos entender que el pronunciamiento sobre la gravedad y relevancia de las irregularidades contables pudiera coincidir, buscando un efecto prejudicial, con la valoración de las cuentas formuladas por los administradores, en cualquier caso tampoco existiría identidad de partes, porque los dos acreedores demandantes no fueron parte en el incidente concursal de calificación».

2.4. «Business judgment rule»

2.4.1. Introducción. El deber de diligencia como una obligación de medios

Los administradores tienen una obligación de medios frente a la sociedad. En consecuencia, el enjuiciamiento de su responsabilidad, en el marco de la acción social, debe realizarse respecto al proceso de toma de decisiones, con independencia del resultado final de sus acciones u omisiones¹⁹⁶. Los administradores cumplen con su deber de diligencia frente a la sociedad si acreditan haber actuado con la diligencia de un ordenado empresario (art. 225.3 LSC).

La contingencia puede darse ante el fracaso del proyecto, sin perjuicio de haber cumplido con la obligación de medios. Pero también puede darse cuando, a pesar de haber actuado de buena fe (sin dolo), sin estar conflictuados con la sociedad, debidamente informados y con arreglo a un proceso de decisión adecuado (es decir, sin culpa grave), los administradores adoptaron una decisión contraria al estándar que le es exigible a un ordenado empresario (art. 225.1 LSC)¹⁹⁷. Sin duda, la junta general es libre para separar a los administradores en ese caso (y en cualquier otro, se trata de una facultad *ad nutum* ex art. 223 LSC¹⁹⁸). La cuestión está en si procede o acudir al remedio resarcitorio (lo que, a la larga, afecta al propio interés social).

2.4.2. La finalidad y los elementos de la regla de la protección de la discrecionalidad empresarial

La regla de la protección de la discrecionalidad empresarial (art. 226.1 LSC) se presenta como el tercer método para paliar la posible aversión al riesgo de los administradores que temen que sus decisiones puedan ser enjuiciadas *a posteriori* por un tercero (el órgano jurisdiccional), que puede padecer del sesgo de la visión

¹⁹⁶ Véase, por todas, la sentencia del Tribunal Supremo (sala primera), de 26.XII.2014 (RJ 2014, 6902; ponente: Ignacio Sancho), fundamento de derecho decimocuarto y decimosexto.

¹⁹⁷ *Idem*.

¹⁹⁸ La excepción a la regla general opera, en las sociedades anónimas, respecto al sistema de representación proporcional (art. 243 LSC). Como ha señalado la doctrina jurisprudencial de la sala primera del Tribunal Supremo, además de la interdicción del abuso de derecho (art. 7.1 CC), es preciso que concurra justa causa (STS de 5.XII.2008; RJ 2009, 14; ponente: Juan Antonio Xiol y 11.XI.2014; RJ 2014, 6459; ponente: Sebastián Sastre). Sin embargo, en otras ocasiones se ha establecido como único límite el abuso de derecho (STS 2.VII.2008; RJ 2008, 4471; ponente: Juan Antonio Xiol y 24.XI.2011; RJ 2012, 572; ponente: Rafael Gimeno-Bayón).

retrospectiva («*hindsight bias*»). Sirve tanto en el primer caso (riesgo de visión retrospectiva cuando se cumplió a la perfección con la obligación de medios) como en el segundo (los administradores, dentro de su ámbito de discrecionalidad empresarial, fueron negligentes en la toma de decisiones, a pesar de que, formalmente, era intachable el modo conforme al cual formaron su criterio).

Sin duda, en el primer caso (exquisito cumplimiento de la obligación de medios) no debería ser necesaria la aplicación del artículo 226.1 de la Ley de Sociedades de Capital para proteger a los administradores frente al ejercicio de la acción social. En realidad, no hay base para exigir responsabilidad en ese primer caso¹⁹⁹. Los administradores cumplen con su obligación de medios cuando invierten en proyecto con valor actual neto positivo, con independencia de si, a la postre, se materializa un escenario de pérdidas para la sociedad²⁰⁰. Aun así, el interés en proteger la discrecionalidad empresarial no radica tanto en la protección de los administradores en el caso concreto, como en conjurar el riesgo de que sean aversos al riesgo (por el mero hecho de ser demandados). Desde esta perspectiva, esta regla debería desincentivar la mera interposición de demandas cuando la sociedad (quien actúe en su nombre) carezca de material probatorio suficiente para desvirtuar la concurrencia de los elementos necesarios para la aplicación de aquélla. La concreción, a efectos pedagógicos, de la «hoja de ruta» a seguir por los administradores debería permitir reducir su aversión al riesgo en beneficio de la propia sociedad, pues les incentiva a invertir en lo que creen que puede ser un proyecto generador de valor empresarial para la sociedad²⁰¹. Ya no se trata de discutir sobre el estándar exigible a un ordenado empresario, sino sobre si los administradores actuaban de forma verdaderamente desinteresada e independiente (sin infringir el deber de lealtad) y sobre si (con

¹⁹⁹ Como ha señalado el Juzgado de lo Mercantil número 1 de Alicante, en la sentencia de 22.I.2015 (JUR 2015, 22187; ponente: Rafael Fuentes) –fundamento de derecho cuarto: «*la responsabilidad del administrador es una obligación de medios y no de resultado, puesto que el ejercicio de una actividad mercantil comporta un riesgo que, en las sociedades de capital, es asumido directamente por éstas (artículo 1 LSC), de manera que el administrador no tiene por qué responder del éxito de su gestión. Lo relevante en todo caso es que esa decisión empresarial se ajuste a los procedimientos establecidos en la Ley y en los estatutos, sea ponderada en el sentido de haber atendido el deber de información exigible a todo empresario y que el interés que justifique su adopción sea el interés social y no otros particulares de los administradores o terceros. Idea consagrada en el nuevo artículo 226 rubricado "Protección de la discrecionalidad empresarial"*».

²⁰⁰ Vid. *Supra* III.2.1.

²⁰¹ Allen, W., Kraakman, R. y Subramanian, G. *Commentaries and Cases on the Law of Business Organization*, op. cit., página 232: «*Directors who risk liability for making unreasonable decisions (...) are likely to behave in a risk-averse manner that harms shareholders. This is the reason why, once a court concludes that the case before it involves fully disinterested directors, the business judgment rule will be said to apply, and the case will be dismissed unless there is some very unusual feature that suggests possible suspect motivation*».

independencia del resultado final) la decisión fue tan irracional que no pudo adoptarse sin dolo o culpa grave.

Este concepto, conocido como «*business judgment rule*» en el derecho de sociedades estadounidense²⁰² (particularmente en el del Estado de *Delaware*), ha sido introducido en nuestro ordenamiento jurídico por la Ley 31/2014, de 3 de diciembre, por la que se reforma la Ley de Sociedades de Capital para la mejora del gobierno corporativo (BOE de 4 de diciembre), en el artículo 226.1 de la Ley: «*en el ámbito de las decisiones estratégicas y de negocio, sujetas a la discrecionalidad empresarial, el estándar de diligencia de un ordenado empresario se entenderá cumplido cuando el administrador haya actuado de buena fe, sin interés personal en el asunto objeto de decisión con información suficiente y con arreglo a un procedimiento de decisión adecuado*». Actuando del modo descrito, los administradores sociales tienen la certeza de que un tercero (el juez), por lo general carente de formación económica, no revisará sus decisiones empresariales *ex post*, con el sesgo de quien observa la realidad de forma retrospectiva: «*courts should not second-guess good-faith decisions made by independent and disinterested directors*»²⁰³. Dicho de otro modo, el artículo 226.1 establece los requisitos necesarios para que se entienda

²⁰² Al respecto, entre otras muchas, *Gagliardi v. Trifoods International, Inc.*, 683 A.2d 1049 (Del.Ch. 1996). «*Shareholders can diversify the risks of their corporate investments. Thus, it is in their economic interest for the corporation to accept in rank order all positive net present value investment projects available to the corporation, starting with the highest risk adjusted rate of return first. Shareholders do not want (or should not rationally want) directors to be risk averse (...). Directors of public companies typically have a very small proportionate ownership in their corporations and little or no incentive compensation. Thus, they enjoy (as residual owners) only a very small proportion of any "upside" gains earned by the corporation on risky investment projects. If, however, corporate directors were to be found liable for a corporate loss from a risky project on the ground that the investment was too risky, their liability would be joint and several for the whole loss (...). Obviously, it is in the shareholder's economic interest to offer sufficient protection to directors from liability for negligence, etc., to allow directors to conclude that, as a practical matter, there is no risk that, if they act in good faith and meet minimal proceduralist standards of attention, they can face liability as a result of a business loss (...). That "rule" in effect provides that where a director is independent and disinterested, there can be no liability for corporate loss, unless the facts are such that no person could possibly authorize such a transaction if he or she were attempting in good faith to meet their duty (...)*». En casos recientes, como la demanda interpuesta por ciertos accionistas de Citigroup por las pérdidas sufridas por la crisis de las hipotecas «*subprime*», la *Delaware Chancery Court* (Chancellor Chandler) ha señalado que achacar a los administradores la falta de previsión de los hechos que dieron lugar a las pérdidas sería tanto como hacerles responsables por no haber detectado otras oportunidades de negocio. «*If directors are going to be held liable for losses for failing to accurately predict market events, then why not hold them liable for failing to profit by predicting market events that, in hindsight, the director should have seen because of certain red (or green) flags? If one expects director prescience in one direction, why not the other?*» (In *Re Citigroup Inc. Shareholder Derivative Litigation*, 2009 WL 481906 (Del.Ch. Feb 24, 2009)).

²⁰³ Allen, W., Kraakman, R. y Subramanian, G. *Commentaries and Cases on the Law of Business Organization*, op. cit., página 228: «*the courts will not decide (or allow a jury to decide) whether the decisions of corporate boards are either substantially reasonable by the "reasonable prudent person" test or sufficiently well informed by the same test*».

cumplido el estándar de diligencia exigido a los administradores en el procedimiento de toda de decisiones.

2.4.3. Actuación desinteresada, conflictos de interés, deber de neutralidad y «*business judgment rule*»

La «*business judgment rule*» no resulta de aplicación cuando los administradores actúan de forma interesada (incumpliendo el deber de lealtad). De hecho, el apartado segundo del artículo 226 de la Ley de Sociedades de Capital dispone que «*no se entenderán incluidas dentro del ámbito de discrecionalidad empresarial aquellas decisiones que afecten personalmente a los administradores y personas vinculadas y, en particular, aquellas que tengan por objeto autorizar las operaciones previstas en el artículo 230*». Por tanto, esta regla no es aplicable a las situaciones de conflicto de interés, directo o indirecto, por cuenta propia o de personas vinculadas a los administradores, susceptible de constituir una infracción del deber de lealtad (arts. 227, 228.c, 229.3, 230 y 231 LSC).

Por el contrario, los conflictos de interés posicionales, aquellos que afectan a los administradores en su posición de tales, no constituirán una decisión estratégica o de negocio (art. 226.1 LSC) ni una infracción del deber de lealtad (art. 227.1 LSC)²⁰⁴. La «*business judgment rule*» (mejor dicho, la excepción del art. 226.2 LSC) no resulta de aplicación a las situaciones de cambio de control. Estos conflictos de interés, remarcablemente los que ocurren ante amenazas de cambio de control de la sociedad, deben enjuiciarse con base en el deber de neutralidad de los administradores²⁰⁵. En consecuencia, el problema de agencia descrito en este trabajo (administradores con incentivos alineados con los de los socios a pesar de que estos se hallen «*out of the money*») no debería impedir la aplicación de la «*business judgment rule*» cuando se esté enjuiciando una decisión empresarial. No hay infracción del deber de lealtad, pues, aunque los administradores no estén actuando conforme al interés social, el conflicto de interés se circunscribe a los socios y a los acreedores. Sin embargo, la doctrina científica no ha limitado el concepto de actuación interesada a las situaciones de conflicto de interés transaccional. Se ha propuesto extender el concepto de «interés personal» a otras situaciones donde, sin haber conflicto de interés, el administrador no se guía únicamente por el interés social (por ejemplo,

²⁰⁴ Vid. *Supra* II.1.4 e *Infra* III.3.

²⁰⁵ Vid. *Infra* III.4.

ante el temor de perder su puesto por el cambio de control de la sociedad)²⁰⁶. Sin duda, el derecho de sociedades debe conjurar también ese riesgo, pero se trata de un área que corresponde abordar al deber de neutralidad.

Por otra parte, la «*business judgment rule*» no se puede oponer como excepción cuando la acción social se ejercita sobre la base de la omisión de la diligencia debida en la supervisión del cumplimiento de la legalidad por parte de los empleados de la sociedad. Primero, no se trata de una decisión estratégica o de negocio, sujeta a la discrecionalidad empresarial (art. 226.1 LSC). Segundo, a diferencia de las decisiones de inversión en proyectos con valor actual neto positivo, la sociedad (y los «*residual claimants*») no tiene interés alguno en minimizar la aversión al riesgo de los administradores en estos casos. En el primer caso se trata de responsabilidad asociada a las decisiones empresariales erróneas, mientras que, en el segundo, la conducta enjuiciada es la violación del deber de diligencia causada por la pasividad de los administradores. En el derecho societario del Estado de *Delaware*, el deber de diligencia en estos casos se entiende cumplido si existe un sistema de «*corporate compliance*» que permite reaccionar ante las infracciones legales causadas internamente²⁰⁷.

²⁰⁶ Alfaro, J. «Comentario del artículo 226», en la obra colectiva *Comentario de la reforma del régimen de las sociedades de capital en materia de gobierno corporativo (Ley 31/2014) [Sociedades no cotizadas]*, op. cit., diferencia dos presupuestos para la aplicación de la «*business judgment rule*»: (a) la actuación del administrador en interés de la sociedad; y (b) la actuación del administrador sin interés personal. El primer presupuesto comprende «*las decisiones que, objetivamente consideradas, son conformes con el interés social pero pueden ser tomadas “de mala fe” por los administradores para avanzar sus propios intereses*», entre las que incluye las medidas de defensa frente al cambio de control de la sociedad. Según la interpretación que se sostiene, estas actuaciones deberían enjuiciarse bajo el tamiz del deber de neutralidad de los administradores, pues son situaciones complejas difícilmente encuadrables dentro del deber de diligencia y, por tanto, de las decisiones estratégicas y de negocio. Por ello, se aboga por equiparar el interés de los administradores con los conflictos de interés transaccionales, susceptible de constituir infracciones del deber de lealtad.

²⁰⁷ Uno de los casos pioneros es *Graham v. Allis-Chalmers Manufacturing Co.* 188 A.2d 125 (Del. 1963): «*In the last analysis, the question of whether a corporate director has become liable for losses to the corporation through neglect of duty is determined by the circumstances. If he has recklessly reposed confidence in an obviously untrustworthy employee, has refused or neglected cavalierly to perform his duty as a director, or has ignored either willfully or through inattention obvious danger sign of employee wrongdoing, the law will cast the burden of liability upon him*». Con posterioridad, véase *In Re Caremark International Inc. Derivative Litigation*, 689 A.2d 959 (Del.Ch. 1996): «*it is important that the board exercise a good faith judgment that the corporation’s information and reporting system is in concept and design adequate to assure the board that appropriate information will come to its attention in a timely manner as a matter of ordinary operations, so that it may satisfy its responsibility (...)*». Se trataba del ejercicio de la acción social como consecuencia de la condena penal y civil a la sociedad. En el marco de la crisis financiera, véase *In Re Citigroup Inc. Shareholder Derivative Litigation*, 2009 WL 481906 (Del.Ch. Feb. 24, 2009).

2.4.4. La «*business judgment rule*» desde una perspectiva procesal

Desde una perspectiva procesal, en el caso estadounidense, la «*business judgment rule*» convierte una cuestión de hecho (que enjuiciaría un jurado) en una de derecho (que corresponde al juez), lo que supone un primer escudo protector procesal²⁰⁸. El segundo es que la «*business judgment rule*» opera, generalmente, como una condición de procedibilidad. Cuando concurren los presupuestos oportunos, los órganos jurisdiccionales se abstienen de revisar, con el riesgo del «*hindsight bias*», las decisiones empresariales que adoptaron profesionales independientes, debidamente informados y con arreglo a un procedimiento de decisión adecuado²⁰⁹. Los administradores solicitan el sobreseimiento («*motion to dismiss*») ante la presentación de una demanda en la que se ejercita la acción social sin que se enerven la presunción de la «*business judgment rule*». La demanda se inadmite a trámite, salvo que la parte actora acredite la falta de concurrencia de alguno de los elementos señalados. No se trata *stricto sensu* de una presunción puesto que, naturalmente, la carga de la prueba respecto a los hechos en los que se fundamenta la acción social corresponde a la sociedad (o a quien interpone la demanda en su nombre)²¹⁰. Se trata de una regla de acreditación reforzada que se evalúa con la admisión a trámite. Si los hechos se tienen por acreditados (es decir, se demuestra que los administradores no cumplieron con su obligación de medios según la «*business judgment rule*»), entonces el órgano jurisdiccional debe analizar, conforme a las reglas generales, si los administradores cumplieron con el estándar de un ordenado empresario en la ejecución de su *obligación de medios*. Además, si se prueba la existencia de conflicto de interés, el estándar de revisión judicial es uno reforzado: resulta de aplicación el «*entire fairness test*»; los administradores deben acreditar la ausencia de perjuicio causado al patrimonio social en el marco de un escrutinio judicial más exigente.

Alternativamente, la «*business judgment rule*» se trata como un estándar de revisión judicial en cuanto al cumplimiento del estándar de conducta (la de un ordenado empresario) que impone el deber de diligencia²¹¹. La demanda es desestimada cuando los administradores alegan esta presunción y la parte actora no consigue acreditar

²⁰⁸ *Idem*, página 231.

²⁰⁹ Por su fundamentación, destaca el caso de *Shlensky v. Wrigley*, 237 N.E.2d 776 (Ill. App. 1968), donde se aplicó el derecho del Estado de *Delaware*.

²¹⁰ Hernando, J. «La *business judgment rule*», Revista de Derecho Mercantil, número 299, páginas 313 a 370, considera, por el contrario, que el Estado de *Delaware* regula esta regla como una presunción (a diferencia de Alemania, donde se contempla, en vía de excepción, como un «*safe harbor*»).

²¹¹ Véase, por ejemplo, *Cede & Co v. Technicolor, Inc.*, 634 A.2d 345 (Del. 1993).

hechos que la enerven. En este caso, a diferencia del anterior, los órganos jurisdiccionales llegan a conocer de la demanda y resuelven sobre el fondo. A pesar de que la protección opera sustantivamente del mismo modo, su alegación por vía de excepción, en la contestación a la demanda, frustra en parte uno de los objetivos de la «*business judgment rule*»: prevenir incluso la propia interposición de demandas cuando concurren los requisitos oportunos²¹².

En todo caso, a diferencia del derecho español, donde el artículo 238.1 exige el acuerdo de la junta para el ejercicio de la acción social (salvo en los supuestos de legitimación extraordinaria de los arts. 239 y 240 LSC), en el derecho de *Delaware* la competencia para decidir sobre el ejercicio de la acción social recae sobre el órgano de administración. Por ello, el ejercicio de la acción social por los legitimados subsidiarios precisa la previa realización del «*demand requirement*» conforme a la *Federal Rule of Civil Procedure* 23.1²¹³. El legitimado subsidiario debe acreditar, como condición de admisibilidad de la demanda, la previa realización de este requerimiento al órgano de administración, salvo que pruebe, en el caso concreto, que el órgano de administración no es capaz de adoptar la decisión de interponer la acción de forma desinteresada o que no concurren los presupuestos para la aplicación de la «*business judgment rule*». Además, el derecho societario (estatal) ha evolucionado hasta permitir que un comité formado por administradores desinteresados pueda solicitar el sobreseimiento del procedimiento en cualquier momento. Mientras que ciertos estados, como el de *New York*²¹⁴, conceden la deferencia de la «*business judgment rule*» a la petición de sobreseimiento, otros, como del de *Delaware*²¹⁵, la solicitud se somete a revisión judicial.

Naturalmente, la aplicación de la regla de la protección de la discrecionalidad empresarial debe adecuarse al derecho procesal español. A diferencia de la reforma operada en materia de impugnación de acuerdos sociales (art. 204.3.II LSC), no se

²¹² Sobre esta cuestión, véase Bainbridge, S.M. «*The Business Judgment Rule as Abstention Doctrine*», UCLA, School of Law, Law and Econ. Research Paper No. 03-18.

²¹³ Además, se exige que el demandante reuniera la condición de socio cuando tuvieron lugar los hechos, que no pierda la condición de socio durante el procedimiento y que no se halle en conflicto de interés con el resto de socios potencialmente afectados. Véase Allen, W., Kraakman, R. y Subramanian, G. *Commentaries and Cases on the Law of Business Organization*, *op. cit.*, página 378. En derecho español, el artículo 236.1 de la Ley de Sociedades de Capital no contempla los mismos requisitos que el 206.1 de la misma Ley. No obstante, como el producto de la acción social siempre corresponde a la sociedad, no se observa conflicto de interés al respecto.

²¹⁴ Véase, *Auerbach v. Bennett*, 393, N.E.2d 994 (N.Y. 1979).

²¹⁵ El caso paradigmático es el de *Zapata Corp. V. Maldonado*, 430 A.2d 779 (Del. 1981).

ha introducido una «cuestión incidental de previo pronunciamiento» en sede de responsabilidad de administradores (art. 390 LEC). El artículo 226.1 tampoco establece la acreditación de hechos que enerven la aplicación de la «*business judgment rule*» como un requisito de procedibilidad en la admisión a trámite de la demanda (rige la regla general del art. 399 LEC). Por tanto, la «*business judgment rule*» debe alegarse en vía de excepción, en el escrito de contestación a la demanda. Frente a la pretensión resarcitoria de la sociedad, que habrá tratado de alegar los hechos oportunos para enervar la aplicación de la «*business judgment rule*», los administradores deben oponer, como defensa, la concurrencia de los presupuestos de su aplicación. Si queda acreditado que la conducta de los administradores se compadece con los requisitos legales, el artículo 226.1 opera como un puerto seguro («*safe harbor*»), tal y como ha señalado la doctrina²¹⁶. Así, la regla de la protección de la discrecionalidad empresarial es un hecho impeditivo de la pretensión de la parte actora (la sociedad) que debe alegarse por vía de excepción.

En efecto, la «*business judgment rule*» no opera como presunción. El artículo 226.1 de la Ley de Sociedades de Capital no establece que, cumplidos los requisitos oportunos, el estándar de diligencia de un ordenado empresario se presumirá cumplido. Lo que dispone es que se entenderá cumplido. A lo sumo, la Ley establece una presunción *iuris et de iure*, pues no cabe prueba en contrario (cfr. art. 385.3 LEC). Si los administradores cumplen con la carga de probar el hecho base (los elementos del art. 226.1 LSC), quedan dispensados de acreditar que cumplieron con el estándar del ordenado empresario que les es exigible (hecho presunto *ex art. 385.1 LEC*)²¹⁷. Ahora bien, la parte actora puede discutir la concurrencia de los requisitos de la aplicación de la «*business judgment rule*» (de hecho, hará bien en anticiparse a esta previsible alegación de los administradores en la contestación a la demanda²¹⁸).

²¹⁶ Alfaro, J. «Comentario del artículo 226», en la obra colectiva *Comentario de la reforma del régimen de las sociedades de capital en materia de gobierno corporativo (Ley 31/2014) [Sociedades no cotizadas]*, *op. cit.*

²¹⁷ *Idem.* El profesor Alfaro ha señalado que la regla de la protección de la discrecionalidad empresarial «*establece, simplemente, que el administrador podrá rechazar la reclamación de responsabilidad cuando pruebe los requisitos de aplicación de la regla*».

²¹⁸ Difícilmente cabría rebatir la alegación de la «*business judgment rule*» como alegación complementaria (art. 426 LEC). No se trata de una alegación sorpresiva de la parte demandada, por lo que, en su caso, los administradores deberían poder alegar la preclusión de alegaciones en la audiencia previa (art. 400 LEC). Véase la sentencia del Tribunal Supremo (sala primera), de 11.XI.2014 (RJ 2014, 6459; ponente: Sebastián Sastre), a propósito de la inadmisión de un dictamen pericial que pretendía presentar la parte actora en vista de las alegaciones vertidas en la contestación a la demanda, por no tener «*efectos sorpresivos*» (fundamento de derecho tercero).

Si no lo hace, no podrá establecer por otras vías que los administradores no cumplieron con el estándar de diligencia de un ordenado empresario (art. 225.1 LSC).

Por supuesto, los administradores deben plantear en la contestación a la demanda, subsidiariamente, el resto de excepciones frente al ejercicio de la acción social: (i) acto u omisión ajeno a sus deberes, (ii) ausencia de daño, (iii) falta de relación de causalidad, (iv) ausencia de imputación objetiva o (v) falta de imputación subjetiva²¹⁹. La inaplicación de la «*business judgment rule*» no presupone la culpa ni mucho menos el dolo o la relación de causalidad (la presunción es a favor del cumplimiento del estándar de un ordenado empresario, pero no opera a la inversa cuando no se acredita el hecho base). Por tanto, la inaplicación de la «*business judgment rule*» no altera la carga de la prueba respecto a los elementos que hay que fijar para la estimación de la acción social. En concreto, sin desconocer las tesis que propugnan el carácter objetivo del incumplimiento y del crédito resarcitorio²²⁰, en general (y con mayor motivo en el derecho de sociedades por los motivos expuestos), la responsabilidad contractual en derecho español sigue precisando la acreditación de la culpa, dolo o morosidad (arts. 1101, 1096.III y 1182 CC). La Ley de Sociedades de Capital tampoco establece que los administradores respondan frente a la sociedad incluso en los casos de caso fortuito o fuerza mayor (art. 1105 CC). Con todo, como se ha señalado²²¹, la defensa deberá basarse, en primer lugar, en la relación de causalidad (el daño se hubiera producido aunque se hubiera cumplido con el estándar de diligencia que exige la Ley).

²¹⁹ En palabras del Tribunal Supremo (por todas, STS -1ª- 26.XII.2014; RJ 2014, 6902; ponente: Ignacio Sancho –fundamento de derecho decimocuarto–): «Este régimen de responsabilidad, que se enmarca dentro del sistema de responsabilidad civil, está sujeto a sus propios requisitos. La jurisprudencia entiende “que para dar lugar a la responsabilidad prevista en el mismo (art. 133.1 LSA) es precisa la concurrencia de los siguientes requisitos: un comportamiento activo o pasivo desplegado por los administradores; que tal comportamiento sea imputable al órgano de administración en cuanto tal; que la conducta del administrador sea antijurídica por infringir la Ley, los estatutos o no ajustarse al estándar o patrón de diligencia exigible a un ordenado empresario y a un representante leal; que la sociedad sufra un daño; y que exista relación de causalidad entre el actuar del administrador y el daño” (sentencia 391/2012, de 25 de junio (RJ 2012, 8853), con cita de las anteriores sentencias 760/2011, de 4 de noviembre (RJ 2012, 1249), y 477/2010, de 22 de julio (RJ 2010, 6569))».

²²⁰ Por todos, Gómez Pomar, F. «El incumplimiento contractual en Derecho español», *Indret*, julio de 2007, páginas 1 a 49; especialmente: página 9 (véase la nota a pie 8, haciendo referencia a la doctrina mayoritaria en sentido contrario). Véase las consideraciones de Alfaro, J. sobre la base del carácter objetivo de la responsabilidad contractual por incumplimiento en «Comentario del artículo 226», en la obra colectiva *Comentario de la reforma del régimen de las sociedades de capital en materia de gobierno corporativo (Ley 31/2014) [Sociedades no cotizadas]*, op. cit.

²²¹ Alfaro, J. «Comentario del artículo 226», en la obra colectiva *Comentario de la reforma del régimen de las sociedades de capital en materia de gobierno corporativo (Ley 31/2014) [Sociedades no cotizadas]*, op. cit.

2.4.5. «*Business judgment rule*» y acción individual de responsabilidad

Finalmente, dado que la finalidad de la «*business judgment rule*» opera en última instancia en beneficio de la sociedad y de sus socios (pues persigue reducirla aversión al riesgo de los administradores), su aplicación debería ceñirse a la acción social. Los administradores no deberían gozar de esta protección frente a la acción individual (art. 241 LSC)²²². Además, la aplicación de la «*business judgment rule*» a las acciones individuales supondría incentivar la promoción del interés social (y el de los «*residual claimants*») a costa de terceros. No es lo mismo que la sociedad se obligue a asegurar a los administradores frente a esas demandas²²³ o a asumir los costes del procedimiento e incluso la condena dineraria²²⁴, que privar a los terceros de su derecho a ver resarcido su daño.

2.5. *Renuncia estatutaria a la exigencia de responsabilidad por culpa*

El cuarto y último método para reducir, en beneficio de la sociedad y de los «*residual claimants*», el riesgo de que los administradores sean aversos al riesgo consiste en que la sociedad incluya una previsión estatutaria por la que renuncie a ejercitar la acción social con base en la infracción del deber de diligencia (ya sea por culpa leve o grave), en ausencia de dolo y al margen de todo conflicto de interés transaccional. Es lugar común que el límite a esta renuncia (además de los supuestos de dolo o de infracción del deber de lealtad) reside en las conductas irracionales que no pueden hacerse sin actuar de mala fe.

La «*business judgment rule*» no impide que la sociedad pueda reclamar daños a los administradores por aquellas conductas gravemente negligentes, aun no dolosas. Con el contrapunto del incremento del riesgo moral, la sociedad puede decidir renunciar a la acción resarcitoria por incumplimientos del deber de diligencia, siempre y cuando se actúe de buena fe y al margen de toda infracción del deber de lealtad.

²²² En realidad, el ejercicio (exitoso) de la acción individual no debería darse en el marco de la discrecionalidad empresarial, pues, en esos casos, difícilmente se podrá causar un daño directo en el patrimonio de un tercero.

²²³ *Vid. Supra* III.2.3.

²²⁴ *Vid. Supra* III.2.2.

El surgimiento de esta medida en el derecho societario del Estado de *Delaware* trae causa del caso de *Smith v. Van Gorkom*²²⁵. Al margen de los acuerdos transaccionales de *WorldCom* y *Enron* en 2005, se trata de la única resolución que ha condenado a los administradores al pago, sin derecho a reembolso, del daño causado a la sociedad por la violación de deber de diligencia. En el marco de una OPA no hostil seguida de una fusión por absorción («*cash tender offer followed by a cash-out merger*»), el consejo de administración actuó con culpa grave (y, por tanto, no fue aplicable la «*business judgment rule*»), por no actuar debidamente informado, al no haber recabado opiniones de asesores independientes. Y ello pese a que, además de no incurrir en una situación de conflicto de interés y haberse reunido para deliberar, el consejo aprobó una oferta con una prima del cincuenta por ciento del valor de cotización de las acciones. Sin perjuicio de que se señala a esta resolución como la precursora de la doctrina *Revlon*, en cuanto a los deberes de los administradores en situaciones de cambio de control²²⁶, es lugar común que el aumento de las primas de los seguros de responsabilidad de administradores suscritos por las sociedades llevaron a la reforma del derecho societario del propio Estado de *Delaware*. La sección 102(b)(7) del *Delaware General Corporation Law*: permite la inclusión en los estatutos («*articles of incorporation*») de: «*a provision eliminating or limiting the personal liability of a director to the corporation or its stockholders for monetary damages for breach of fiduciary duties as a director, provided that such provision shall not eliminate or limit the liability of a director: (i) for any breach of the director's duty of loyalty to the corporation or its stockholders; (ii) for acts or omissions not in good faith or which involve intentional misconduct or a knowing violation of the law; (iii) for liability of directors for unlawful payment of dividend or unlawful stock purchase or redemption (section 174); or (iv) for any transaction from which the director derived an improper personal benefit (...)*».

No se advierten obstáculos para que las sociedades de capital española puedan adoptar en sus estatutos previsiones similares. Con buen criterio, el legislador ha establecido el carácter imperativo del deber de lealtad, limitando la dispensa a casos singulares (art. 230 LSC), por lo que, *sensu contrario*, debería poder limitarse el ejercicio de la acción social a los supuestos de infracción del deber de lealtad (art.

²²⁵ *Smith v. Van Gorkom*, 488 A.2d 858 (Del. 1985).

²²⁶ *Vid. Infra* III.4.

1255 CC)²²⁷. Esta protección estatutaria sería oponible frente a la acción social promovida por cualquiera de los legitimados subsidiarios (arts. 239 y 240 LSC), mas no operaría en el ejercicio de la responsabilidad externa de los administradores (arts. 241 LSC y 1257 CC).

3. Deber de lealtad y conflictos de interés. Conflictos de interés posicionales y cambio de control en la empresa en crisis

3.1. *El deber de lealtad*

Los administradores deben promover el interés social por encima de todo interés personal. Es lo que se conoce como deber de lealtad («*duty of loyalty*»). La reforma operada por la Ley 31/2014, de 3 de diciembre, por la que se modifica la Ley de Sociedades de Capital para la mejora del gobierno corporativo (BOE de 4 diciembre), refuerza este deber (art. 227.1 LSC)²²⁸. El buen gobierno corporativo exige alinear al máximo posible los incentivos de los administradores con el interés social. Y aún más: se establece la obligación de la evitación de situaciones de conflicto de interés (art. 229 LSC), sancionando incluso con la pérdida del beneficio obtenido (art. 227.2 LSC), para desincentivar el riesgo de desalineamiento de incentivos entre sociedad y administradores.

Además de establecer la definición y ciertas obligaciones básicas derivadas del mismo (art. 228 LSC²²⁹), la Ley pone énfasis en los deberes de evitación y de transparencia de las situaciones de conflictos de interés (art. 229 LSC). Los administradores deben evitar, en primera persona y respecto a personas vinculadas, tener intereses

²²⁷ En el mismo sentido, Paz-Ares, C. «Anatomía del deber de lealtad», *op. cit.*, página 57. La doctrina judicial del estado de *Delaware* ha resuelto inadmitir a trámite las demandas de responsabilidad contra administradores de sociedades que han incluido la protección de la sección 102(b)(7) del *Delaware General Corporation Law* en sus estatutos, a menos que se alegue el incumplimiento del deber de lealtad. Véase, por ejemplo, *Malpiede v. Thomson*, 780.A.2d 1075 (Del. 2001). En España, sin embargo, se trataría de nuevo de una defensa a oponer por vía de excepción en la contestación a la demanda.

²²⁸ Véase Paz-Ares, C. «Anatomía del deber de lealtad», *op. cit.*, *passim* y Juste J. «Comentario del artículo 227», en la obra colectiva *Comentario de la reforma del régimen de las sociedades de capital en materia de gobierno corporativo (Ley 31/2014) [Sociedades no cotizadas]*, Juste J. (coord.), Cizur Menor, Civitas, 2015, biblioteca online.

²²⁹ Destacan al respecto: (i) el deber de evitar situaciones de conflicto de interés (desarrollado en el artículo 229); (ii) el deber de evitar instrucciones y vinculaciones de terceros (cfr. art. 29 LSC), con la excepción de las instrucciones impartidas por la junta *ex* artículo 161; y (iii) el deber de abstención tanto en la votación como en la deliberación, en caso de que haya una situación de conflicto de interés tanto directo como indirecto, del administrador o de una persona vinculada (art. 228.c) LSC).

encontrados con los de la sociedad (arts. 228.e, 229.2 y 231 LSC). Y en todo caso, el «administrador conflictuado» debe comunicar a la mayor brevedad cualquier situación de conflicto de interés, ya sea directo o indirecto, al resto de administradores o a la junta general (art. 229.3 LSC).

3.2. *Evitación de conflictos de interés y facultad de dispensa a título singular*

La Ley puede resultar demasiado restrictiva a la hora de establecer la obligación de evitación de conflictos de interés. El administrador (o a una persona vinculada) está obligado, aunque de forma relativa²³⁰ (susceptible de dispensa a título singular *ex art. 230.2 LSC*)²³¹, a no realizar transacciones con la sociedad (letra a del art. 229.1 LSC).

La contratación continuada entre la sociedad y el administrador no es necesariamente perjudicial para el interés social, a diferencia de: (i) la utilización de la razón social o la condición de administrador para fines privados (art. 228.1.b LSC); (ii) el uso de los activos sociales (incluida la información confidencial de la sociedad) con fines privados (art. 228.1.c LSC); (iii) el aprovechamiento de las oportunidades de negocio de la sociedad (art. 228.1.d LSC); (iv) la obtención de ventajas o remuneraciones de terceros –con la importante excepción de la que provenga de otras sociedades del mismo grupo *ex art. 42 CCo*²³²– (art. 228.1.e LSC); y (v) la competencia con la sociedad y cualquier otra situación de conflicto de interés permanente (art. 228.1.f LSC)²³³. Lo que es importante para la tutela del interés social es que el administrador que pretenda contratar con la sociedad: (i) comunique la situación de conflicto de interés (art. 229.3 LSC); (ii) que obtenga una dispensa *singular* del

²³⁰ Paz-Ares, C. «Anatomía del deber de lealtad», *op. cit.*, *passim*.

²³¹ Véase la resolución de la Dirección General de los Registros y del Notariado, de 28.IV.2015 (RJ 2015, 5285), que niega la inscripción de un poder general que contiene una autorización general en materia de auto-contratación.

²³² Sabido es que no existe un interés del grupo, sino que hay que estar al interés de cada sociedad. Véase, entre otras, la sentencia del Tribunal Supremo (sala primera), de 11.XII.2015 (RJ 2015, 5440; ponente: Rafael Sarazá). Paz-Ares, C. «La anomalía de la retribución externa de los administradores», *InDret* 1/2014, páginas 36 a 37, defiende esta excepción sobre la base de la flexibilidad que permite la teoría de las ventajas compensatorias (a la que hace referencia la anterior STS de 11.XII.2015). Por tanto, la introducción de esta excepción lo que pretende es una prohibición absoluta, pero, sin duda, no santifica las retribuciones externas provenientes de otras sociedades del mismo grupo en todo caso.

²³³ Por ejemplo, esta prohibición restringe la posibilidad de que un consejero pueda ser administrador de otras sociedades del grupo (pues, en ese caso, la situación de conflicto de interés podría ser permanente y, por tanto, sin posibilidad de dispensa). ¿Sería nulo el acuerdo de la junta que dispensara de forma genérica esta situación de conflicto de interés? Debe entenderse que sí, pues el régimen es imperativo y, si no se permite su alteración vía estatutaria (art. 230.1 LSC), menos aún por acuerdo de junta (por más que se obtengan las mayorías oportunas o incluso la unanimidad).

órgano correspondiente, dependiendo del valor de la operación (art. 230.2 LSC) y del tipo societario (arts. 162, 220 y 230.2 LSC); y, cuando la dispensa corresponda al consejo de administración, (iii) que se abstenga de participar en la deliberación y votación (arts. 228.2.c y 230.2.III LSC). Se trata, en definitiva, de garantizar que se consiente libremente por el mandante el supuesto de auto-contratación solicitado por el mandatario (arts. 1459 CC y 267 CCo).

El régimen de imperatividad y dispensa *ad hoc* en materia de deber de lealtad (conflictos de interés) es, sin duda, acertado. La flexibilidad debe relacionarse con el deber de diligencia para incentivar adecuadamente a los administradores y así evitar que declinen oportunidades de negocio con valor actual neto positivo por su aversión al riesgo de una acción social (la expectativa de ingresos de un administrador se compadece mal con su responsabilidad potencial²³⁴). Por el contrario, el régimen imperativo del deber de lealtad obedece al propio alineamiento de los intereses del administrador y de la sociedad²³⁵. La disponibilidad del deber de lealtad incrementa costes de transacción (la flexibilidad se compadece mal con el alineamiento de intereses entre el administrador y la sociedad). Ahora bien, la prohibición de dispensa estatutaria no es óbice para que, en atención al interés social, la sociedad pueda otorgar dispensa en casos concretos, respecto a situaciones de conflicto comunicadas por el administrador (art. 229.3 LSC). La Ley otorga competencia para otorgar la

²³⁴ *Vid. Supra* III.2.1 y III.2.4.

²³⁵ Como ha señalado el profesor Paz-Ares («Anatomía del deber de lealtad», *op. cit.*, página 57), la dispensa del deber de lealtad sería incluso contraria a la interdicción de la renuncia de la responsabilidad en los casos de dolo (cfr. art. 1102 CC) y a la imposibilidad de dejar el cumplimiento del contrato al arbitrio de una de las partes (cfr. art. 1256 CC).

dispensa a la junta general²³⁶ o al consejo de administración²³⁷, según el riesgo que supone el conflicto de interés en cuestión (art. 230 LSC). Con este régimen de imperatividad-dispensa la sociedad tiene acceso a oportunidades de negocio que podría perder en caso de que la Ley hubiera establecido una prohibición absoluta²³⁸.

Con todo, la reforma ha sembrado alguna duda respecto de casos habituales en la práctica. Sea una sociedad de responsabilidad limitada (la «Sociedad»), participada por dos sociedades, al 70 y al 30 por ciento, respectivamente. El órgano de administración de la Sociedad es un consejo formado por dos consejeros personas físicas, designados por el socio de control, y otro, también persona física, nombrado por el minoritario. Los bancos acreedores del socio de control solicitan una garantía real (una hipoteca) sobre el principal activo de la Sociedad, como condición para refinanciar al socio de control. Ante este escenario, la primera cuestión es discernir qué órgano social es competente para acordar hipotecar el principal activo de la Sociedad, en garantía de los créditos que ciertos bancos ostentan frente a su socio de control.

²³⁶ La junta es competente cuando la dispensa tiene por objeto (i) la obligación de no competir con la sociedad –mediante acuerdo separado–; (ii) la prohibición de obtener una ventaja o remuneración de terceros (cuando recaiga dentro del ámbito competencial de la junta al respecto); (iii) una transacción cuyo valor sea superior al 10 por ciento de los activos sociales; y, en las sociedades de responsabilidad limitada, (iv) la prestación de financiación o garantías (cfr. art. 162 LSC); y (v) un contrato de prestación de servicios entre el administrador y la sociedad (cfr. art. 220 LSC). Cuando el administrador o la persona vinculada con el mismo afectada por el conflicto reúna la condición de socio, el acuerdo de dispensa deberá ser adoptado por la mayoría correspondiente de entre el resto de socios (art. 190.1 e) LSC).

²³⁷ El órgano de administración es competente para otorgar la dispensa en el resto de situaciones: (i) el aprovechamiento de una oportunidad concreta de negocio; (ii) el uso de ciertos activos sociales; (iii) una transacción con la sociedad cuyo valor no supere el 10 por ciento de los activos sociales; y, en las sociedades anónimas, (iv) la prestación de financiación o garantías; y (v) un contrato de prestación de servicios entre el administrador y la sociedad. El acuerdo de dispensa debe ser adoptado por los administradores no afectados por el conflicto de interés, quienes deben constatar que la operación es inocua para el patrimonio social o que se realiza de forma transparente y en condiciones de mercado. En todo caso, la previa comunicación del conflicto de interés por el administrador es *condicio sine qua non* (no cabe presumir la autorización). Lo que la Ley no aclara es si los administradores conflictuados deben ser tenidos en cuenta a efectos de quórum, sin perjuicio del deber de abstención en materia de deliberación y votación (compárese con la sección 144 b del *Delaware General Corporation Law*).

²³⁸ El ejemplo paradigmático es la dispensa de la obligación de no competir del administrador que presta servicios a distintas «*start-ups*» con el consentimiento de los socios, dado que, de otro modo, no podrían acceder a la experiencia de una persona que no estaría dispuesta a renunciar al resto de oportunidades que le ofrece el mercado. La primera sociedad que no otorgara esta dispensa se vería privada de los servicios de alguien que presta un servicio único en el mercado. Como exponen Allen, W., Kraakman, R. y Subramanian, G. *Commentaries and Cases on the Law of Business Organization*, op. cit., página 276, «*the law might simply prohibit all (direct or indirect) transactions between directors or officers and the corporation. This would obviously eliminate the opportunity for insider opportunism, but it would do so at the cost of preventing some mutually beneficial transactions, as when directors are more confident about a corporation's prospects than are banks or outside investors*».

La competencia debería corresponder a la junta general por tratarse de un activo esencial (art. 160 f LSC –interpretando que este precepto comprende el «poder de disposición» en sentido amplio–). A pesar de ser una garantía otorgada para la seguridad de los créditos frente a una sociedad del mismo grupo, la interpretación de que el artículo 162.2 de la Ley es norma especial frente al 160 f) (y, por tanto, de que la competencia es del órgano de administración) llevaría a la conclusión de que el régimen actualmente en vigor es más flexible para las sociedades de responsabilidad limitada que para las anónimas, lo cual se compadece mal con los antecedentes históricos de la norma (art. 3.1 CC). Siguiendo esta tesis (preponderancia del art. 160 f sobre el 162.2 en materia de activos esenciales), la decisión sobre la constitución de la hipoteca correspondería al socio minoritario (art. 190.1 d LSC).

Irónicamente, la conclusión podría diferir si se considera que el artículo 162.2 es norma especial sobre el 160 f). En ese caso, atendiendo al tenor literal del artículo 231, el socio de control no sería persona vinculada respecto a los consejeros personas físicas designados por aquél, por lo que no habría conflicto de interés. El acuerdo se adoptaría mayoritariamente en el seno del consejo, sin perjuicio de la posible impugnación *ex post* del mismo por parte del socio minoritario o del consejero disidente, en cuyo caso deberían acreditar (i) el perjuicio causado al interés social; (ii) el beneficio obtenido por el socio de control; y (iii) la relación de causalidad entre ambos (art. 204.1 LSC). Al no haber violación del deber de lealtad (bajo la tesis de una interpretación restrictiva del art. 231 LSC), los consejeros designados por el socio de control gozarían de la protección de la «*business judgment rule*» en caso de ejercicio de la acción social (acaso por los acreedores de la Sociedad).

No obstante, conforme a la argumentación de que el artículo 231 no debe interpretarse como una lista de supuestos tasados a la luz del 228 c), debería concluirse que sí que hay conflicto de interés transaccional que afecta a dos de los consejeros. Entonces, al ser una sociedad de responsabilidad limitada (y contemplarse el posible otorgamiento de garantías a favor de una persona relacionada con dos consejeros, por tanto conflictuados), el acuerdo de dispensa correspondería a la junta general²³⁹. La cuestión es si resultaría de aplicación el artículo 190.1, letras d) o e), o, por el contrario, regiría el apartado tercero. La letra e) recoge los supuestos de conflicto de interés del socio-administrador (no de los

²³⁹ Si fuera una sociedad anónima, la facultad de dispensa podría corresponder al consejero no conflictuado, por mucho que ello supusiera alterar *de facto* la estructura del órgano de administración (el consejero designado por la minoría actuaría respecto a esta decisión como un administrador único).

conflictos indirectos de los administradores, por ejemplo, cuando la sociedad negocia con el socio de control)²⁴⁰. Dicho de otro modo, no siempre que la junta general deba resolver sobre la facultad de dispensa deberá acudir a la letra e) del artículo 190.1. En este caso, el socio de control no es administrador; lo son las personas físicas designadas mediante su voto (aunque podría argumentarse que el conflicto de interés deriva de la relación de los dos consejeros con el socio de control –STS 11.XI.2014–²⁴¹). Por tanto, la cuestión es si en un caso como el descrito (i) resultaría de aplicación el artículo 190.1.d (que sería la opción correcta bajo la tesis de que el artículo 160 f es de aplicación especial frente al 162.2); o (ii) debería acudir al apartado 3, sobre la base de que el 1 es aplicable cuando la competencia (no para dispensar, sino para adoptar el «acuerdo social primario») corresponde *directamente* a la junta general. La cuestión no es clara, pero, como en todo caso se estaría sometiendo a deliberación la concesión de asistencia financiera a un socio, la adopción del acuerdo y la posterior constitución de la hipoteca dependerían del voto favorable del socio minoritario²⁴². En todo caso, los consejeros gozarían de la protección de la discrecionalidad empresarial en caso de ejercicio de la acción social, al haber cumplido con sus deberes de revelación de la situación de conflicto de interés y de abstención (arts. 226.2, 228 c y 229.3 LSC)²⁴³. En fin, la hipoteca podría ser en cualquier caso objeto de una acción de reintegración concursal (art. 71.3.1º LC).

Como puede apreciarse, el régimen dista de ser claro en supuestos habituales en la práctica (donde se recabará siempre el acuerdo de la junta general). El artículo 162.2 debería interpretarse a la luz del 160 f) y la lista del artículo 231 ser considerada como

²⁴⁰ Véase, en el mismo sentido, la sentencia del Tribunal Supremo (sala primera) de 2.II.2017 (JUR 2017, 36302; ponente: Pedro José Vela). Dado que el artículo 190.1 supone la privación del ejercicio del derecho de voto es procedente su interpretación restrictiva. De hecho, nada impide que se pueda acudir al apartado tercero del mismo artículo, en cuyo caso, una vez acreditada la situación de conflicto de interés por parte de los socios impugnantes, corresponderá a la sociedad acreditar que el acuerdo es conforme con el interés social (salvo que se trate de un conflicto de interés posicional).

²⁴¹ (RJ 2014; 6459; ponente: Sebastián Sastre).

²⁴² Una interpretación alternativa, con base en el carácter tasado de los supuestos que privan a los socios del ejercicio del derecho de voto, llevaría a la aplicación del artículo 190.3 de la Ley. La junta general, con el voto a favor del socio de control, acordaría constituir la hipoteca, autorizando al efecto al órgano de administración, sin perjuicio de que el socio minoritario o los acreedores de la Sociedad (art. 206. 1 LSC) pudieran impugnar el acuerdo, sobre la existencia de conflicto de interés, en cuyo caso el socio de control debería demostrar que aquél es conforme con el interés social (art. 190.3 LSC). Nuevamente, los consejeros gozarían de la protección de la discrecionalidad empresarial en caso de ejercicio de la acción social, al haber cumplido con sus deberes de revelación de la situación de conflicto de interés y de abstención (arts. 226.2, 228 c) y 229.3 LSC).

²⁴³ Si no hubieran cumplido con el deber de abstención, la cuestión es si el acuerdo sería nulo de pleno derecho (arts. 228 e) LSC y 6.3 CC) o si quien lo impugnara debería acreditar el perjuicio causado al interés social.

abierta. Bajo estas premisas, la decisión sobre el otorgamiento de la hipoteca a favor de los acreedores del socio de control debería corresponder al socio minoritario (sin perjuicio de su posible reintegración en caso de concurso). En síntesis, el interés social es individual a nivel de cada persona jurídica²⁴⁴ y la situación de conflictos de interés anula la teoría de la «propiedad mayoritaria» en favor de la arrogación, a favor de la minoría (o de los acreedores), del rol de guardianes del interés social²⁴⁵.

3.3. *El listado (abierto) de personas vinculadas con los administradores. Los contratos celebrados entre el socio de control y la sociedad*

Por otro lado, el legislador ha pecado quizás de pusilánime al no modificar el listado de sujetos considerados como «personas vinculadas», que se revela como una pieza angular del sistema. A pesar de los amplios términos de los artículos 228.c (*conflicto de interés directo o indirecto*) y 229.1.f (*actividades por cuenta propia o cuenta ajena*), así como la obligación del desempeño del cargo de forma independiente (art. 228 d), el artículo 231 (al que se remite el 229.2) sigue siendo excesivamente

²⁴⁴ Entre otras, sentencia del Tribunal Supremo (sala primera), de 11.XII.2015 (RJ 2015, 5440; ponente: Rafael Sarazá). Cada sociedad mantiene su interés social individual, con la excepción de que, sobre la base de la teoría de las ventajas compensatorias, pueda adaptarse al del grupo (fundamento de derecho tercero): «*La integración de la sociedad en un grupo societario, incluso aunque lo sea en concepto de sociedad filial o dominada, no supone la pérdida total de su identidad y autonomía. La sociedad filial no solo conserva su propia personalidad jurídica, sino también sus concretos objetivos y su propio y específico interés social, matizado por el interés del grupo, y coordinado con el mismo, pero no diluido en él hasta el punto de desaparecer y justificar cualquier actuación dañosa para la sociedad por el mero hecho de que favorezca al grupo en que está integrado. El administrador de la sociedad filial tiene un ámbito de responsabilidad que no desaparece por el hecho de la integración en un grupo societario, pues tal integración no deroga sus obligaciones de gestión ordenada, representación leal, fidelidad al interés de la sociedad, lealtad y secreto que le incumben como tal administrador social y que vienen referidos a la sociedad de la que es administrador, no al grupo societario ni a otras sociedades integradas en el grupo. El interés del grupo no es absoluto y no puede justificar un daño a la sociedad filial que suponga un perjuicio injustificado a los acreedores y socios externos de la sociedad filial. El administrador de la sociedad filial que realiza una actuación que causa un daño a la sociedad que administra no queda liberado de responsabilidad por el simple hecho de que tal actuación haya sido acordada por quien dirige el grupo societario. El administrador no puede escudarse en las instrucciones recibidas de la dirección unitaria del grupo a que pertenece la sociedad que administra. El administrador de derecho de la sociedad filial tiene su ámbito propio de autonomía de decisión que no puede verse afectado por una especie de "obediencia debida" a las instrucciones del administrador del grupo que perjudique injustificadamente los intereses de la sociedad que administra, por los que ha de velar».*

²⁴⁵ La solución es formalmente correcta, pero la tiranía de la minoría (o de los acreedores, vía contractual) podrá llevar, en ocasiones, al ejercicio abusivo de derechos (arts. 7.1 CC y 204.1 LSC) por motivos espurios (no amparados en la defensa del interés social).

condescendiente. Como ha señalado la doctrina más autorizada²⁴⁶, en el caso de los administradores personas físicas se echa en falta la inclusión (i) del socio que designe (art. 243 LSC) o promueva la designación de los administradores –especialmente cuando se trate del socio de control²⁴⁷–; y (ii) de las sociedades en las que el administrador o el resto de personas a las que se refiere el artículo 231 desempeñen funciones ejecutivas o posean una participación²⁴⁸ significativa (10 por ciento, salvo en cotizadas, donde podría reducirse al 5 por ciento, por ejemplo). Respecto al administrador persona jurídica, el socio que lo propone o designa debería haberse incluido también como supuesto expreso de persona vinculada.

²⁴⁶ Paz-Ares, C. «Anatomía del deber de lealtad», *op. cit.*, página 56, aboga por una interpretación teleológica del precepto, como sostuvo la sentencia del Juzgado de lo Mercantil número 3 de Madrid de 30.X.2013 (AC 2013, 2043; ponente: Jesús Miguel Alemany), frente a la caracterización de esta lista como supuestos tasados, como falló la sentencia del Juzgado de lo Mercantil número 1 de Oviedo de 9.I.2014 (JUR 2015/102597; ponente: Alfonso Muñoz). Debería haber margen para una interpretación finalista, toda vez que este listado no supone una privación de derechos absoluta (compárese con el art. 93 LC), sino que, a lo sumo, restringe el ejercicio de determinados derechos de terceros susceptibles de ser contrarios al interés social (cfr. art. 7.2 CC). El profesor Paz-Ares defiende la interpretación finalista, atendiendo también a la sistemática de la norma, dado que la Ley contempla como conflicto de interés normativamente relevante: (i) el conflicto por cuenta propia o ajena (art. 228 e) LSC); (ii) el conflicto directo e indirecto (art. 229.3 LSC); y (iii) tanto el conflicto descendente como el ascendente (art. 529 *ter.1 h*) LSC). El profesor Juste se inclina también por esta interpretación: «Comentario del artículo 228», en la obra colectiva *Comentario de la reforma del régimen de las sociedades de capital en materia de gobierno corporativo (Ley 31/2014) [Sociedades no cotizadas]*, *op. cit.*

²⁴⁷ Se trata de un caso evidente de auto-contratación, siempre que el socio de control haya designado a la mayoría de los miembros del órgano de administración. Véase la sección 5.02(a)(2)(D) de *Principles of Corporate Governance (American Law Institute)*. En el derecho de *Delaware*, se ha argumentado que el socio de control tiene un deber fiduciario de lealtad frente a la sociedad, tal y como se propuesto en la Propuesta de Código Mercantil de 2013, elaborada por la Sección de Derecho Mercantil de la Comisión General de Codificación, aunque sólo en casos de contratación con la sociedad dominada. Véase *Sinclair Oil Corp. v. Levien*, 280 A.2d 717 (Del. 1971): «*a parent does indeed owe a fiduciary duty to its subsidiary when there are parent-subsidiaries dealings. However, this alone will not evoke the intrinsic fairness standard. This standard will be applied only when the fiduciary duty is accompanied by self-dealing – the situation when a parent is on both sides of a transaction with its subsidiary. Self-dealing occurs when the parent, by virtue of its domination of the subsidiary, causes the subsidiary to act in such a way that the parent receives something from the subsidiary to the exclusion of, and detriment to, the minority stockholders of the subsidiary*». Como exponen Allen, W., Kraakman, R. y Subramanian, G. *Commentaries and Cases on the Law of Business Organization*, *op. cit.*, página 296: «*despite the judicial consensus in the United States that a controlling shareholder owes a duty of fairness to minority shareholders in the exercise of corporate powers, an additional consideration complicates the articulation of the controller's duty. This consideration is that the controller is also a shareholder after all, and is therefore entitled to pursue her own investment interests in that capacity. Thus, two values collide. The dominant value (at least in Delaware law) is that a controlling shareholder's powers over the corporation, and the resulting power to affect other shareholders, gives rise to a duty to consider their interests fairly whenever the corporation enters into a contract with the controller or its affiliate. The subsidiary value is the entitlement of all shareholders –even controlling shareholders– to sell or vote in their own interests*». En derecho español, sería suficiente con incluir la previsión oportuna dentro de las personas vinculadas del artículo 231 de la Ley de Sociedades de Capital.

²⁴⁸ Véase la sección 144 a) del *Delaware General Corporation Law*.

En el primer caso (consideración del socio que propone o designa al administrador como persona vinculada con el mismo), la Ley 31/2014 ha dejado escapar la oportunidad de positivizar el criterio de la sentencia del Tribunal Supremo (sala primera), de 11.XI.2014 (RJ 2014, 6459; ponente: Sebastián Sastre). Residencial Monte Carmelo S.A. (sociedad controlada por ACS Actividades de Construcción y Servicios S.A.) ejercitó la acción de impugnación de ciertos acuerdos de Iberdrola S.A. que habían causado la separación del administrador designado por la minoría y la reducción del número de consejeros (cfr. art. 243 LSC). El Tribunal Supremo apreció, como justa causa, la existencia del conflicto de interés entre Iberdrola S.A. y ACS Actividades de Construcción y Servicios S.A., cuyo grupo societario ostentaba una participación ligeramente inferior al veinte por ciento de su capital social.

En el caso del socio de control, la Ley ha contemplado remedios respecto a los conflictos de interés que puedan plantearse en la junta general (art. 190 LSC). Sin embargo, han quedado fuera de este control las decisiones que recaen dentro del ámbito competencial del órgano de administración. Por ejemplo, en una fusión por absorción de una sociedad dominada, la minoría disidente tiene legitimación para impugnar el acuerdo mediante la acreditación de la existencia de conflicto de interés, en cuyo caso el socio de control y el órgano de administración deberán demostrar la adecuación del acuerdo con el interés social (arts. 190.3 y 204.1 LSC). Sin embargo, atendiendo estrictamente al listado de personas vinculadas del artículo 231 de la Ley, no existiría conflicto de interés cuando el socio de control celebrara un contrato de prestación de servicios corporativos con la sociedad («*management fees agreements*»)²⁴⁹. Aunque ello no impediría la impugnación del acuerdo correspondiente del consejo de administración (art. 251 LSC), en materia de responsabilidad de administradores, la mayoría de los consejeros (si no todos), designados por el socio de control, gozarían de la protección de la discrecionalidad empresarial en materia de responsabilidad (pues no se presupondría la existencia de conflicto de interés *ex art. 226.2 LSC*). Por todo ello, hay que suscribir la tesis que propugna una interpretación amplia del artículo 231, sobre la base del 228 c) de la Ley (conflictos directos e indirectos)²⁵⁰. Dicho de otro modo: la lista del artículo 231

²⁴⁹ En las sociedades de responsabilidad limitada, compete a la junta general la celebración de un contrato de prestación de servicios entre un administrador y la sociedad, y la dispensa en materia de deber de lealtad de los administradores respecto a la prestación de servicios a la sociedad (arts. 220 y 230 LSC). Sin embargo, no hay ninguna previsión expresa cuando el contrato se celebra entre la sociedad (a través del consejo de administración) y el socio de control.

²⁵⁰ Paz-Ares, C. «Anatomía del deber de lealtad», *op. cit.*, página 56 y Juste, J. «Comentario del artículo 228», en la obra colectiva *Comentario de la reforma del régimen de las sociedades de capital en materia de gobierno corporativo (Ley 31/2014) [Sociedades no cotizadas]*, *op. cit.*

no debe concebirse tasada a efectos de la determinación de la concurrencia de conflictos de interés.

3.4. La impugnación del acuerdo de dispensa

El acuerdo social otorgando dispensa (por la junta general *ex arts.* 160 f y 230.2.II LSC o por el consejo *ex art.* 230.2.III LSC)²⁵¹ no opera como blindaje («*safe harbor*»)²⁵² frente a la posible impugnación del acuerdo social *ex post*²⁵³ (por parte de la minoría disidente, de entre los desinteresados, o, en el caso de acuerdos de junta, por terceros con interés legítimo –acreedores–)²⁵⁴. La cuestión es el estándar de revisión judicial que debe aplicarse a las impugnaciones *ex post*.

²⁵¹ Los artículos 190.2 y 3 (conflictos de interés de socios) y 230.2.III (conflictos de interés de administradores que pueden ser dispensados por el consejo), así como el 204.3.d («test de resistencia») hacen referencia a la cuestión de las mayorías, pero nada se dice a efectos del quórum.

²⁵² La atribución de competencias a la junta general en materia de activos esenciales (art. 160 f LSC), la posibilidad de impartir instrucciones al órgano de administración en materia de gestión (art. 161 LSC) o la observancia de las normas de privación de derechos de voto o de deber de abstención en caso de conflicto de interés (arts. 190.1 y 230 LSC) no impiden la impugnación *ex post* de los acuerdos sociales por la minoría disidente. La formación de la voluntad social conforme a las normas del artículo 190.1 de la Ley de Sociedades de Capital no opera a modo de blindaje («*ring-fence*»), si bien la carga de probar el perjuicio causado al interés social corresponde, en todo caso, a la minoría. Por supuesto, la minoría disidente también está legitimada para impugnar los acuerdos sociales si no se respetan escrupulosamente las reglas de privación del derecho de voto (arts. 190.1 y 204.3.d) LSC y 6.3 CC). Finalmente, al margen de los casos del artículo 190.1 de la Ley, la minoría disidente ostenta legitimación para impugnar el acuerdo social con base en la existencia de un conflicto de interés, para lo que debe acreditar (i) la existencia del mismo; (ii) la no superación del «test de resistencia» -como cuestión incidental de previo pronunciamiento-; y (iii) el perjuicio causado al interés social, si se trata de un conflicto de interés «posicional» (si no, opera la regla de inversión de la carga de la prueba *ex arts.* 190.3 y 204.3.d LSC). Del mismo modo, siempre y cuando se haya causado un perjuicio al interés social, el acuerdo de la junta general no exonera de responsabilidad a los administradores (art. 236.2 LSC). En este caso, el plazo de prescripción es de cuatro años (art. 241 *bis* LSC).

²⁵³ En derecho comparado, la solución es que un contrato celebrado entre la sociedad y un administrador (o una persona vinculada al mismo) no es anulable por este mero hecho, siempre y cuando (a) haya revelación de la situación de conflicto de interés y la decisión sea adoptada por la mayoría oportuna de administradores o socios independientes, según proceda; o (b) los términos y condiciones del contrato sean justos para la sociedad. No obstante, estas circunstancias no privan de acción a los legitimados (no operan como «*safe harbor*»). Véase las secciones 144 del *Delaware General Corporation Law*, 713 del *New York Business Corporation Law* y 310 del *California Corporate Code*.

²⁵⁴ Esta cuestión no plantea dudas en el derecho de *Delaware*, donde la jurisprudencia es pacífica desde *Flieger v. Lawrence*, 361 A.2d 218 (Del. 1976). Sin embargo, las secciones 8.61 y siguientes del *Revised Model Business Corporation Act* establecen un blindaje, salvo que el demandante pruebe la existencia de dolo.

Cuando el acuerdo de dispensa es adoptado por administradores independientes, debería regir la «*business judgment rule*» (art. 226.1 LSC)²⁵⁵. Al fin y al cabo, el consejo habría acordado, previa deliberación, que la celebración del contrato con un administrador o una persona vinculada con el mismo no es perjudicial para el interés social. La «*business judgment rule*» está encaminada a proteger, precisamente, la discrecionalidad de las decisiones empresariales.

Esta misma regla debería ser aplicable cuando se revisara el acuerdo de dispensa de la junta general. En ese caso, la decisión discrecional habría correspondido a la junta, pero la finalidad del artículo 226.1 concurriría igualmente, por lo que debería aplicarse por analogía (art. 4.1 CC)²⁵⁶. Los presupuestos de la aplicación de la «*business judgment rule*» al acuerdo de dispensa otorgado por la junta general serían: (i) revelación del conflicto de interés al resto de los administradores; (ii) suministro de información adecuada y suficiente a la junta general; (iii) respeto de las reglas de abstención del artículo 190.1 de la Ley; (iv) deliberación acorde con la

²⁵⁵ Véase, en el derecho de *Delaware*, *In re RJR Nabisco, Inc. Shareholders Litigation*, LEXIS 9 (Del.Ch. 1989), o *Cooke v. Oolie*, LEXIS 89 (Del.Ch. 2000). Sin embargo, en materia de contratos con el socio de control (fundamentalmente, fusiones por absorción de sociedad dominada –«*cash-out mergers*»–) buena parte de las resoluciones acuden al «*entire fairness test*» (aunque hayan sido aprobadas por una mayoría independiente de administradores), correspondiendo la carga de la prueba al demandante). Esta solución, adoptada por la sección 5.01 de los *Principles of Corporate Governance*, fue patrocinada por Eisenberg, M. «*Self-interested transactions in corporate law*», 13 J. Corporate L. 997, 997-1008 (1988). El profesor Eisenberg argumenta que nunca hay una independencia genuina de los administradores, aunque no se encuentren afectados por el conflicto de interés, sobre la base de los vínculos colegiales y la difícil definición de la situación de desinterés. Véase también *In Re Wheelabrator Technologies, Inc.*, 663 A.2d 1194 (Del.Ch. 1995) o *Kahn v. Lynch Communication Systems, Inc.*, 638 A.2d 1110 (Del. 1994). Al respecto, Allen, W., Kraakman, R. y Subramanian, G. *Commentaries and Cases on the Law of Business Organization*, op. cit., página 309, comentan que «*even if the committee process is done well, it only shifts the burden of proving fairness from the defendant to the plaintiff (i.e. the plaintiff must show “unfairness”) in a controlled transaction. Is this worth the substantial expense and delay of the special committee process? Reasonable minds may differ, but consider also that the shareholder plaintiff who attacks the transaction will bear substantial evidentiary burden if the process is well executed*». Por tanto, aunque se adopte por una mayoría de consejeros independientes, sigue siendo posible la impugnación del acuerdo si se demuestra que no es equitativo (la carga de la prueba corresponde a la parte actora). No obstante, en la medida en que los consejeros conflictuados hayan cumplido con su deber de revelación del conflicto de interés y de abstención, el estándar de revisión judicial aplicable a ellos y a los no conflictuados, en materia de responsabilidad por daños, es la «*business judgment rule*» o incluso la protección estatutaria reforzada de la sección 102(b)(7) del *Delaware General Corporation Law* (Vid. *Supra* III.2.3 y III.2.4).

²⁵⁶ Conforme al derecho de *Delaware*, el estándar de revisión judicial es aún más laxo cuando la dispensa se otorga por una mayoría de socios independientes constituidos en sesión de la junta general («*corporate waste doctrine*»). Véase *Lewis v. Vogelstein*, 699 A.2d 327 (Del.Ch. 1997): «*it has long been held that shareholders may not ratify a waste except by unanimous vote (...). The judicial standard for determination of corporate waste is well developed. Roughly, a waste entails an exchange of corporate assets for consideration so disproportionately small as to lie beyond the range at which any reasonable person might be willing to trade*». También es la solución ofrecida por los *Principles of Corporate Governance* del *American Law Institute* (sección 5.02(a)(2)(D)). No obstante, hay resoluciones que consideran aplicable la «*business judgment rule*» como estándar de revisión judicial (*In Re Wheelabrator Technologies, Inc.*, 663 A.2d 1194 (Del.Ch. 1995)).

complejidad de la operación, recabando, en su caso, los informes oportunos de terceros (proceso de decisión adecuado); y (v) ausencia de negligencia grave o dolo. De probarse estos hechos, aunque la minoría podría entablar la acción de impugnación, la demanda difícilmente prosperaría. Los órganos jurisdiccionales no deberían analizar *ex post* las decisiones empresariales que de manera discrecional adopte la junta general (lo mismo aplicaría en el marco del art. 161 LSC²⁵⁷).

Distinta sería la situación si la minoría acreditara la existencia de un conflicto de interés no contemplado en el artículo 190.1 de la Ley. En ese caso, salvo que fuera posicional, correspondería a la sociedad demostrar la inocuidad para el interés social del contrato celebrado con el administrador o con la persona vinculada al mismo (art. 190.3 LC). Ahora bien, ¿es éste un supuesto dable en la realidad? Para que uno de los socios pudiera estar en conflicto de interés con la sociedad, debería tener un interés particular en la celebración del contrato entre la sociedad y el administrador. Con otras palabras: el socio debería ser una persona vinculada con el administrador (art. 231 LSC). Si es así, entonces nunca se daría el supuesto del artículo 190.3, pues el socio vería suspendido su derecho de voto conforme al artículo 190.1.e de la Ley (no sería un socio-administrador, pero sería un socio que es persona vinculada con el administrador, por lo que debería aplicarse por identidad de razón *ex art.* 4.1 CC²⁵⁸). No se trata de imponer un deber de lealtad al socio más allá del principio de buena fe (arts. 7.1 y 1258 CC), sino de tratarle como una persona vinculada con el administrador respecto del que se plantea la dispensa para un contrato concreto. Con todo, sería aplicable el artículo 190.3 bajo la hipótesis (negada) del carácter tasado de la lista de personas vinculadas del artículo 231 (sin duda, el artículo 231.1.d debería extenderse a los socios de las sociedades controladas por el administrador persona física, tal y como ocurre en el caso de la persona jurídica –art. 231.2.c–).

En todo caso, la «*business judgment rule*» sería aplicable si se demandara a los administradores por haber celebrado un contrato supuestamente dañino para la sociedad, a pesar de haberse dispensado la situación de conflicto por el órgano correspondiente. A salvo de las medidas cautelares oportunas, el contrato celebrado con la autorización del órgano social correspondiente debería ser inatacable (el art.

²⁵⁷ *Vid. Supra* II.1.3.

²⁵⁸ Por el contrario, la causa de exclusión del artículo 350 de la Ley no es aplicable por identidad de razón a los socios que sean personas vinculadas con el socio-administrador que infringe sus deberes fiduciarios. Véase la sentencia de la Audiencia Provincial de Madrid (sección 28^a) de 22.IV.2016 (JUR 2016, 125166; ponente: Borja Villena), cuyo fundamento de derecho décimo establece, acertadamente, que «no es posible trasladar la regulación de la norma prevista para los administradores en el artículo 230 de la Ley de Sociedades de Capital a los socios».

232 es aplicable a las situaciones en las que se vulnera el deber de lealtad, bien por no revelar la existencia de conflicto de interés, o bien por no respetarse las normas de abstención en la deliberación y voto).

3.5. Remedios frente a la infracción del deber de lealtad

La reforma facilita el ejercicio de la acción social. La minoría disidente ostenta legitimación extraordinaria y directa²⁵⁹, por contraposición a los acreedores (art. 239.1.II LSC). Sin embargo, se ha desaprovechado la ocasión para rebajar el umbral exigido. Una vez protegidos (debidamente) los administradores con la «*business judgment rule*» y con previsiones estatutarias que puedan reforzar esta protección incluso en los casos de culpa grave²⁶⁰, la observancia del deber de lealtad se revela como una piedra angular, dado que su incumplimiento perjudica a la sociedad (indirectamente no sólo a los minoritarios, sino también a los acreedores). Por ello, un umbral inferior hubiera sido óptimo pese al riesgo de demandas infundadas²⁶¹.

No obstante, la principal novedad es la introducción de remedios adicionales frente al incumplimiento del deber de lealtad. Por una parte, el artículo 227 de la Ley de Sociedades de Capital establece el deber de restituir a la sociedad el lucro obtenido por los administradores²⁶² como consecuencia del incumplimiento del deber de lealtad²⁶³. A pesar de la dicción literal del precepto («*devolver a la sociedad el enriquecimiento injusto obtenido por el administrador*»), no se trata de una acción de enriquecimiento injusto al uso (arts. 1895 y ss. CC), pues no es preciso probar el nexo causal entre el lucro obtenido por el administrador y el correlativo perjuicio

²⁵⁹ Socios que representen el cinco por ciento del capital social (art. 239 LSC) o el tres por ciento en el caso de sociedades anónimas cotizadas (art. 495.2.a LSC).

²⁶⁰ Artículos 226 y 230.1 *sensu contrario* de la Ley de Sociedades de Capital (*Vid. Infra* III.2.4 y III.2.5).

²⁶¹ Paz-Ares, C. «Anatomía del deber de lealtad», *op. cit.*, páginas 59 y 60, se posiciona en contra de reconocer legitimación a cualquier socio, como ocurre en el derecho societario estadounidense.

²⁶² La obligación de restitución comprende tanto los pagos indebidos realizados por el tercero a favor del administrador, como las ventajas indebidamente percibidas por el administrador. Véase, Paz-Ares, C. «Anatomía del deber de lealtad», *op. cit.*, página 63.

²⁶³ De este modo, se hace explícito este remedio contemplado en otros lugares del ordenamiento jurídico, en torno a la institución del mandato, la representación o la gestión de negocios ajenos (e.g. arts. 135 y 136.II CCo., 221, 1683 y 1720 CC). Véase, Díez-Picazo, L. *La representación en derecho privado*, Civitas, Madrid, 1979, página 107 y Paz-Ares, C. «La anomalía de la retribución externa de los administradores», *op. cit.*, páginas 10 a 12; y «Anatomía del deber de lealtad», *op. cit.*, páginas 62 a 64.

causado al interés social²⁶⁴. Por otro lado, el administrador no tiene derecho a oponer la excepción de compensación²⁶⁵ (ni en esta sede, ni en cuanto a la responsabilidad por daños) respecto al beneficio que haya podido obtener la sociedad pese al incumplimiento de su deber fiduciario (cfr. art. 1686 CC)²⁶⁶. Se trata, en definitiva, de la regla «*single owner*»²⁶⁷ o «ningún beneficio»²⁶⁸. La finalidad de esta norma es desincentivadora. Como en los delitos de peligro abstracto, se castiga la peligrosidad de la conducta porque estadísticamente genera daños (*e.g.* art. 379 CP). Se trata, por tanto, de una regla tendente a desincentivar la mera existencia de conflicto de interés, minimizando *ex ante* los costes de transacción atendiendo a las máximas de la experiencia en cuanto a la peligrosidad de la conducta. No es, desde luego, una norma novedosa en materia de representación en nuestro derecho privado (cfr. art. 1720 CC) ni en el derecho comparado²⁶⁹: «*the principle that all profits made by an agent in the course of an agency belong to the principal, whether they are fruits of the performance or violation of an agent's duty, is firmly established and universally recognized. It matters not that the principal has suffered no damage or even that the transaction has been profitable to him (...). The right to recover profits made by the agent in the course of the agency is not affected by the fact that the principal, upon discovering a fraud, has rescinded the contract and recovered that with which he parted*»²⁷⁰. Aunque no se haya causado un daño al patrimonio social, el ordenamiento jurídico rechaza la mera existencia de este conflicto de interés, por lo que la sociedad tiene en todo caso derecho a reclamar lo que ha percibido el

²⁶⁴ Juste, J. «Comentario del artículo 227», en la obra colectiva *Comentario de la reforma del régimen de las sociedades de capital en materia de gobierno corporativo (Ley 31/2014) [Sociedades no cotizadas]*, Juste J. (coord.), *op. cit.* El profesor Juste subraya también que la sociedad tiene obtención a la restitución de la ganancia neta, dado que no asume la posición contractual del administrador. Véase al respecto la regla establecida por el artículo 136.II del Código de Comercio.

²⁶⁵ La sentencia del Tribunal Supremo (sala primera) de 9.I.2015 (RJ 2015, 745; ponente: Ignacio Sancho), ampara la excepción de compensación (no sólo como demanda reconvenzional).

²⁶⁶ Paz-Ares, C. «Anatomía del deber de lealtad», *op. cit.*, página 62.

²⁶⁷ Epstein, R. «*Holdouts, Externalities, and the Single Owner: One More Salute to R. Coase*», *Journal of Law & Economics*, vol. 36, 1993, páginas 553 y ss.

²⁶⁸ Paz-Ares, C. «La anomalía de la retribución externa de los administradores», *op. cit.*, *passim*.

²⁶⁹ Véase las secciones 8.02 del *Restatement (3d) Agency (2006)* -«*An agent has a duty not to acquire a material benefit from a third party in connection with transactions conducted or other actions taken on behalf of the principal or otherwise through the agent's use of the agent's position*»- y (todavía más clara) 203 del *Restatement (Second) of Trusts*: «*The trustee is accountable for any profit made by him through or arising out of the administration of the trust, although the profit does not result from a breach of trust*».

²⁷⁰ *Tarnowski v. Resop*, 51 N.W.2d 801 (Minn. 1952).

administrador de un tercero. Se trata, en definitiva, de una sanción²⁷¹. Por ello, no se puede compartir el criterio de quien niega la viabilidad de esta acción si no se causa un daño a la sociedad (es decir, de modo autónomo respecto de la acción social)²⁷². Ahora bien, en aras de mantener la legitimación extraordinaria de socios y acreedores para el ejercicio de esta acción, se ha sostenido una postura intermedia, conforme a la cual podría ejercitarse la acción social aunque no haya daño y sólo se exija la restitución de lo indebidamente percibido de terceros²⁷³. Es una solución conveniente para paliar la parquedad de la Ley. Lo importante es que se pueda ejercitar la acción aunque no haya daño frente a la sociedad y que puedan hacerlo los legitimados subsidiarios para entablar la acción resarcitoria (arts. 239 y 240 LSC).

Por otra parte, la Ley aclara que la sociedad puede acudir a una serie de remedios adicionales a la acción social y la de restitución de lo indebidamente percibido por un tercero (art. 232 LSC): (i) acción de cesación de conducta contraria al deber de lealtad²⁷⁴; (ii) acción de remoción de los efectos causados por la infracción del administrador²⁷⁵; (iii) acción de impugnación de acuerdos del consejo contrarios al deber de lealtad; y (iv) acción de impugnación de los actos y negocios jurídicos celebrados con terceros, con violación del deber de lealtad de los administradores.

²⁷¹ En el concurso del administrador, el crédito debería clasificarse como subordinado (art. 92.4º LC).

²⁷² Véase el documento «Seminario sobre criterios interpretativos de la reforma de la Ley de Sociedades de Capital por la Ley 31/2014 (SE 16004)», cuestionario y respuestas elaborado por el coordinador del curso Juan F. Garnica Martín, con la colaboración de Bárbara María Córdoba Ardao y María del Mar Hernández Rodríguez.

²⁷³ Encuentro de Magistrados Especialistas en Mercantil, celebrado en Pamplona, en noviembre de 2015: «se entendió por mayoría que la acción de enriquecimiento no es una acción autónoma, sino que se trata de un efecto o de una penalidad, mediante la que se trata de reforzar la virtualidad del deber de lealtad, adicional a la estricta obligación de reparar el daño causado a la sociedad cuando se ejercite la acción social de responsabilidad, sometiéndose por tanto a los requisitos de legitimación y prescripción de ésta».

²⁷⁴ Se trata de una acción de peligro concreto, pues el daño no es presupuesto para el ejercicio de esta acción. Massaguer, J. «Comentario del artículo 232», en la obra colectiva *Comentario de la reforma del régimen de las sociedades de capital en materia de gobierno corporativo (Ley 31/2014) [Sociedades no cotizadas]*, op. cit., considera que los legitimados subsidiarios para el ejercicio de la acción social carecen sin embargo de legitimación respecto a esta acción, dada la ausencia de mención expresa del artículo 232 de la Ley (cfr. art. 10.2 LEC). Esta conclusión restringe la aplicabilidad del precepto, especialmente si el administrador que infringe el deber de lealtad controla el órgano de administración. El profesor Massaguer sostiene que el remedio idóneo para cesar los efectos consiste en la convocatoria de la junta general para cesar al administrador infractor. Finalmente, el plazo de prescripción para el ejercicio de la acción sería de cinco años (art. 1964 CC).

²⁷⁵ En este caso, el único presupuesto para el ejercicio de la acción, además de la infracción del deber de lealtad, es la pervivencia de sus efectos. El profesor Massaguer (*Idem*) sostiene que no es necesario que se haya producido un daño al patrimonio social. El plazo de prescripción es nuevamente de cinco años (art. 1964 CC).

Una primera cuestión controvertida es la legitimación activa para el ejercicio de estas acciones. El artículo 232 de la Ley de Sociedades de Capital no atribuye legitimación extraordinaria a quienes pueden ejercitar la acción social de responsabilidad en nombre de la sociedad. Este precepto no establece una serie de remedios adicionales, sino que declara su compatibilidad con la acción social. Por tanto, ante la ausencia de previsión legal al respecto (art. 10.2 LEC), no cabe en principio acudir a la legitimación extraordinaria de la acción social. La legitimación activa quedaría determinada por el régimen aplicable a cada uno de los remedios. Frente a esta conclusión, que cercenaría en buena medida la aplicación del artículo 232 de la Ley de Sociedades de Capital (con excepción de la acción de nulidad *ex* arts. 1302 y 1305 CC²⁷⁶), sería conveniente acudir, por identidad de razón, a la legitimación subsidiaria de la acción social.

En cuanto al plazo para el ejercicio de las acciones, el artículo 241 *bis* de la Ley (plazo de prescripción de cuatro años) se refiere exclusivamente a las acciones de

²⁷⁶ Con anterioridad a esta reforma, la sala primera del Tribunal Supremo dictó dos sentencias que merecen ser destacadas: 8.IV.2013 (RJ 2013, 4597; ponente: Ignacio Sancho) y 23.IX.2014 (RJ 2014, 5044; ponente: Rafael Sarazá). Con base en la existencia de causa torpe *ex* artículos 1275 y 1305 del Código Civil, se declararon nulos en ambos casos los negocios jurídicos celebrados por el órgano de administración (o apoderado general) que dieron lugar al «vaciamiento patrimonial» de la sociedad a favor de otra constituida por los socios mayoritarios. En ninguno de los dos casos concurrían los presupuestos del artículo 234.2 de la Ley de Sociedades de Capital (inatacabilidad del tercero de buena fe que actúa sin culpa grave). La sentencia de 8.IV.2013 analiza un supuesto donde tres de los cuatro socios (y hermanos) de la sociedad perjudicada (administrada por la madre) habían constituido una sociedad paralela, de la que eran administradores mancomunados. Los administradores de ambas sociedades celebraron un contrato de compraventa cuyo objeto era la nuda propiedad del inmueble que constituía el principal activo de la vendedora, a cambio de un precio que no se llegó a pagar. La sala primera casa la sentencia dictada por la Audiencia Provincial de Albacete al señalar que, siendo la causa de pedir la nulidad, el socio titular de una cuarta parte del capital social tiene interés legítimo para ostentar legitimación activa *ex* artículo 1275 del Código Civil. Asimismo, se rechaza que la acción social de responsabilidad fuera el único remedio al alcance de dicho socio. Se estima la acción de nulidad por ilicitud de la causa, toda vez que se considera que la base disimulada del negocio era una donación, porque la causa del negocio «no era otra que defraudar los legítimos derechos de la única hermana que no formaba parte de la sociedad adquirente». Por su parte, la sentencia de 23.IX.2014 también declaró la nulidad, por ilicitud de la causa, de una serie de negocios jurídicos asimismo encaminados a «despatrimonializar» una sociedad en detrimento de los intereses de los socios minoritarios. En este caso, se realizaron aportaciones no dinerarias de fincas y segregaciones a favor de dos sociedades de nueva constitución. Las acciones que recibió la sociedad matriz en contraprestación por las aportaciones no dinerarias y segregaciones fueron vendidas a sociedades controladas por los socios mayoritarios por un precio inferior a su valor razonable. Por último, la sociedad perjudicada fue disuelta. De nuevo, el Tribunal Supremo sostiene la legitimación activa de los socios minoritarios para pedir la nulidad de todos los negocios jurídicos –incluso las segregaciones (cfr. art. 47 LME)–, sobre la base de la doctrina de los «negocios vinculados», sin perjuicio del eventual ejercicio de la acción social de responsabilidad. Al respecto, véase Viguera, R. «Legitimación del socio para instar la nulidad de la compraventa del principal activo de la sociedad (Comentario de la Sentencia del Tribunal Supremo [1^a] de 23 de septiembre de 2014)», *Revista de Derecho Mercantil*, número 297. La reciente sentencia de 13.V.2016 (RJ 2016, 2040; ponente: Ángel Fernando Pantaleón), fundamento de derecho tercero, mantiene esta doctrina jurisprudencial y señala que ha quedado reflejada en el artículo 232 de la Ley de Sociedades de Capital.

responsabilidad contra los administradores. El artículo 232 establece la posibilidad de acudir a remedios adicionales a la acción social, pero no indica que el plazo de prescripción o, en su caso, caducidad sea el mismo. Por tanto, habrá que estar al régimen de cada acción (por ejemplo: los plazos de caducidad de treinta días y un año para impugnar los acuerdos del consejo de administración y de la junta, respectivamente, *ex arts. 251 LSC y 205.1 LSC*). En su defecto, podrá acudirse al plazo de prescripción general (cinco años *ex art. 1964 CC*).

Otra cuestión por determinar es si rige un criterio de especialidad entre los remedios a los que cabe acudir en caso de infracción del deber de lealtad. Cuando el órgano de administración sea un consejo, ¿se encuentran los legitimados restringidos a la impugnación del acuerdo? O, en otro caso, si ostentan legitimación, ¿podrían impugnar directamente los actos o negocios celebrados con terceros en ejecución de dicho acuerdo? La cuestión debería resolverse a favor de la segunda opción. La ineficacia de los acuerdos sociales no comporta necesariamente el mismo efecto en los actos y negocios jurídicos realizados en ejecución de aquellos. Más bien, la solución es la contraria (art. 234.2 LSC). Por tanto, sin perjuicio del eventual ejercicio de la acción social, la satisfacción de la pretensión de ineficacia requiere poder atacar directamente el acto o negocio jurídico en cuestión²⁷⁷. De lo contrario, los remedios a disposición de los legitimados serían más accesibles según la forma del órgano de administración (si hubiera un administrador único, no habría que pasar primero por el tamiz de la impugnación del acuerdo social).

Respecto a la acción de «anulación de los actos y contratos celebrados por los administradores con violación de su deber de lealtad», otra cuestión controvertida es la interpretación sistemática de los artículos 232 y 234.2 de la Ley de Sociedades de Capital (la imposibilidad de impugnar los actos y negocios jurídicos celebrados por los administradores con terceros de buena fe). El silencio del precepto podría suponer que existe una derogación tácita de esta norma en los casos de infracción del deber de lealtad. En realidad, en estos casos difícilmente se estará ante un tercero de buena fe que no actúe con culpa grave. Por definición, la infracción del deber de lealtad

²⁷⁷ En contra, García-Villarrubia, M. «Las infracciones del deber de lealtad», *Revista de Derecho Mercantil* (foro abierto), número 35, quien restringe el remedio (adicional al resarcitorio) a la acción de impugnación de acuerdos sociales en atención al principio de especialidad y a la coherencia sistemática: «*no podrá ejercitarse la acción de anulación de forma autónoma contra actos o contratos de los administradores que sean ejecución o traigan causa de acuerdos sociales previos*». Véase también los términos del debate que plantea el profesor Paz-Ares («Anatomía del deber de lealtad», *op. cit.*, página 64).

supone la existencia de un conflicto entre el interés personal de un administrador (o de una persona vinculada) y el social (arts. 227.1 y 229.1 LSC)²⁷⁸.

La naturaleza de la acción de anulación (nulidad o anulabilidad) también es esencial para determinar su régimen en materia de legitimación, plazos y dispensa. La solución en el derecho estadounidense es la aplicación del genuino «*entire fairness test*»²⁷⁹, el cual, de forma similar pero no idéntica a la regla del artículo 190.3 de la Ley (pues se exige en todo caso la revelación del conflicto de interés), invierte la carga de la prueba sobre la adecuación del contrato al interés social una vez que el demandante acredita la existencia de conflicto de interés²⁸⁰. No hay un vicio de nulidad radical que afecte a la causa del contrato, sino que, a través del estándar de revisión judicial más exigente, se analiza si ha habido o no perjuicio para la sociedad.

En derecho español, la solución evidente es la de la nulidad, por suponer contravención de norma imperativa (arts. 228.c, 229.3 y 6.3 CC)²⁸¹. Sin embargo, la nulidad radical se compadece mal con (i) la posibilidad de autorizar (o convalidar) el negocio jurídico viciado por la situación de conflicto de interés (arts. 190.e y 230 LSC,

²⁷⁸ Tampoco queda claro la coordinación del artículo 232 de la Ley de Sociedades de Capital con el artículo 47 de la Ley de Modificaciones Estructurales. En el marco del artículo 50 (absorción de sociedad participada al 90 por ciento), la cuestión es si el minoritario puede impugnar el acuerdo de la junta general de la sociedad absorbida en virtud del artículo 190.3 de la Ley de Sociedades de Capital. Si opta por enajenar sus acciones o participaciones, los remedios deberían restringirse a los previstos en el artículo 50.2 de la Ley de Modificaciones Estructurales. Sin embargo, si no acude a esta vía (art. 50.3 LME), la cuestión es si el minoritario dispone de legitimación para impugnar el acuerdo social (por no estar de acuerdo con la ecuación de canje, por ejemplo) durante un plazo de un año (art. 205.1 LSC) o, por el contrario, si una vez inscrita la fusión, el remedio se limita a pedir daños y perjuicios (art. 47.1 LME). En cualquier caso, no resultaría de aplicación el plazo de tres meses de la acción de impugnación del artículo 47.2 de la Ley de Modificaciones Estructurales, dado que este remedio comprende la inobservancia de las previsiones de la propia Ley (aquí se discutiría el importe de la ecuación de canje).

²⁷⁹ Ésta es la solución en el derecho societario estadounidense, siempre y cuando haya habido revelación de la situación de conflicto de interés. Véase, por ejemplo, *State Ex Rel. Hayes Oyster Co. V. Keypoint Oyster Co.* 391 P.2d 979 (Wash. 1964): «*this court has abolished the mechanical rule whereby any transaction involving corporate property in which a director has an interest is voidable at the option of the corporation. Such a contract cannot be voided if the director or officer can show that the transaction was fair to the corporation. However, nondisclosure by an interested director or officer is, in itself, unfair. This wholesome rule can be applied automatically without any of the unsatisfactory results which flowed from a rigid bar against self-dealing*». Entre la doctrina científica, véase Allen, W., Kraakman, R. y Subramanian, G. *Commentaries and Cases on the Law of Business Organization*, op. cit., página 276 a 281; y Eisenberg, M. «Self-interested transactions in corporate law», 13 J. Corporate L. 997, 997-1008 (1988).

²⁸⁰ Sostienen esta tesis Paz-Ares, C. «Anatomía del deber de lealtad», op. cit., página 64 y García-Villarrubia, M. «Las infracciones del deber de lealtad», op. cit. (véase la doctrina judicial allí citada).

²⁸¹ Paz-Ares, C. «Anatomía del deber de lealtad», op. cit., página 62 y Massaguer, J. «Comentario del artículo 232», en la obra colectiva *Comentario de la reforma del régimen de las sociedades de capital en materia de gobierno corporativo (Ley 31/2014) [Sociedades no cotizadas]*, op. cit.

y 1309 y ss. CC); (ii) el saludable presupuesto de la contrariedad del contrato al interés social²⁸²; y (iii) la seguridad del tráfico jurídico (imprescriptibilidad de la acción, legitimación por cualquier tercero y apreciación de oficio).

Por estas razones, no ha faltado quien ha afirmado que el régimen de la anulabilidad se revela como más adecuado que el de la nulidad radical²⁸³. La acción tendría un plazo de caducidad de cuatro años (art. 1301 CC) y la causa de anulabilidad sería la existencia de un vicio de consentimiento por parte de la sociedad. En efecto, a pesar del conflicto de interés transaccional, no siempre habrá daño (por haberse celebrado el contrato en condiciones de mercado)²⁸⁴. Si es un régimen de ineficacia encaminado a proteger a la sociedad como parte ante el conflicto de interés que ha afectado negativamente a la emisión de su consentimiento, sería un interés privado y, por tanto, disponible. El plazo debería ser de caducidad porque la categoría de la ineficacia contractual sería la anulabilidad²⁸⁵.

A pesar de los taxativos términos con los que se sanciona la auto-contratación sin autorización del principal en las normas generales de derecho privado (arts. 1459.2º CC y 267 CCo.²⁸⁶), la doctrina científica ha sostenido, nuevamente, que la categoría de ineficacia contractual sería la anulabilidad²⁸⁷. Es una regla de protección de intereses privados, por lo que el contrato prohibido puede ser confirmado. El remedio reconocido a favor de la parte cuyo consentimiento ha quedado afectado por la situación de conflicto de interés puede caducar por la propia voluntad (falta de impugnación). Cuando la infracción del deber de lealtad atenta a intereses generales la nulidad ha quedado establecida en términos taxativos (e.g. art. 151 LC).

²⁸² Paz-Ares, C. «Anatomía del deber de lealtad», *op. cit.*, página 64 y García-Villarrubia, M. «Las infracciones del deber de lealtad», *op. cit.*

²⁸³ García-Villarrubia, M. «Las infracciones del deber de lealtad», *op. cit.*

²⁸⁴ Lo mismo cabe señalar respecto a los conflictos de interés de los socios en la junta general que recaigan dentro del listado tasado del artículo 190.1 de la Ley.

²⁸⁵ Carrasco, A. *Derecho de contratos*, Cizur Menor, Aranzadi, 2010, páginas 650-651 y 666-669.

²⁸⁶ Véase, asimismo, los artículos 162 y 221 del Código Civil (en materia de patria potestad y tutela, respectivamente).

²⁸⁷ Por todos, Díez-Picazo, L. *La representación en el derecho privado*, Madrid, Civitas, 1999, páginas 213 y 214, rechaza la regla de la nulidad radical (ineficacia estructural) por impedir la eventual posibilidad de ratificación, si bien, considera inadecuado que, conforme al régimen de la anulabilidad, se obligue al representado a poner en movimiento el ejercicio de la acción, «lo que no parece adecuado con frente a un acto que no ha debido en modo alguno afectar a su esfera jurídica». Con posterioridad (*Fundamentos del Derecho Civil Patrimonial I. Introducción. Teoría del contrato*, Cizur Menor, Civitas, sexta edición, 2007, páginas 227 y 228, concluye que «la solución preferible es la anulabilidad, que se puede ejercitar por vía de acción o de excepción».

Con todo, la tesis de la anulabilidad se topa con tres obstáculos: (i) la imperatividad del deber de lealtad (arts. 230.1 LSC y 6.3 CC), que debería poder contrarrestarse en atención al interés jurídico protegido por la norma (privado); (ii) la inconveniente falta de legitimación de los socios minoritarios (y, por supuesto, de los acreedores), pues la sociedad es la titular de la acción y no se han contemplado supuestos de legitimación extraordinaria (art. 10.2 LEC); y (iii) la reciente doctrina jurisprudencial de la sala primera del Tribunal Supremo²⁸⁸, que permitiría sostener que «*la ilicitud de las infracciones sustantivas del deber de lealtad se irradian a la causa del contrato*»²⁸⁹. Es decir, aun asumiendo la tesis de la anulabilidad, si hubiera caducado la acción, el Tribunal Supremo permite reconducir la ineficacia (incluso tras la reforma²⁹⁰) hacia una de tipo estructural: la nulidad radical por ilicitud de la causa (arts. 1275 y 1305 CC). Por ello, la tesis de la nulidad se revela como la más acertada a la luz del régimen legal en vigor, a pesar de los problemas de (i) la seguridad jurídica por la imprescriptibilidad de la acción y (ii) la inconsistencia de la posible convalidación cuando el acto o negocio jurídico no sea contrario al interés social.

3.6. *El establecimiento de una acción de anulabilidad autónoma*

Frente a ello, sería recomendable establecer una acción de anulabilidad autónoma con (i) un plazo de caducidad de cuatro años (cfr. arts. 1301 CC), haciendo decantar la balanza por la asimilación del régimen general de impugnación frente a terceros de mala fe o actuando con culpa grave (art. 234.2 LSC), en lugar de la nulidad por ilicitud de la causa (arts. 1275 y 1305 CC); (ii) legitimación extraordinaria y subsidiaria a favor de socios y acreedores (cfr. art. 239 y 240 LSC); y (c) la positivización del «*entire fairness test*»: el objetivo es analizar si la sociedad recibió suficiente contraprestación a resultas de unas negociaciones celebradas por quien, hallándose en situación de conflicto de interés, no podía emitir un juicio independiente.

La infracción del deber de lealtad en el marco de un conflicto de interés transaccional podría darse en dos situaciones: (i) no se revela el conflicto de interés; o (ii) el acuerdo de dispensa se adopta por una mayoría conflictuada.

²⁸⁸ Sentencias de 8.IV.2013 (RJ 2013, 4597; ponente: Ignacio Sancho) y 23.IX.2014 (RJ 2014, 5044; ponente: Rafael Sarazá).

²⁸⁹ Paz-Ares, C. «Anatomía del deber de lealtad», *op. cit.*, página 64.

²⁹⁰ La reciente sentencia de 13.V.2016 (RJ 2016, 2040; ponente: Ángel Fernando Pantaleón), fundamento de derecho tercero, mantiene esta doctrina jurisprudencial de las STS de 8.IV.2013 y 23.IX.2014 y señala que ha quedado reflejada en el artículo 232 de la Ley de Sociedades de Capital.

En el primer caso, la falta de revelación del conflicto de interés por parte de los administradores debería ser causa de ineficacia del acto o contrato (siempre y cuando la sociedad no decidiera convalidarlo). Primero, como método disuasorio respecto a las conductas dolosas de administradores. Segundo, porque se estaría atribuyendo a los órganos jurisdiccionales la facultad de determinar si la sociedad recibió contraprestación suficiente (dada la ausencia de negociación, se pediría a un órgano jurisdiccional que dictaminara qué hubieran pactado las partes en condiciones de libre mercado por un bien o derecho que puede ser único en el mercado).

En el segundo, habría que establecer el estándar de revisión judicial cuando, siendo revelado la situación de conflicto de interés, el acuerdo de dispensa es adoptado por la junta general (con vulneración de la regla de abstención del art. 190.1 LSC) o por el consejo (vulnerando el deber de no participar en la deliberación *ex arts.* 228 c) y 230.2.III LSC, por ejemplo). Comenzando por el acuerdo de consejo, el estándar de revisión debería ser el «*entire fairness test*»: correspondería a los administradores demostrar que el contrato es conforme con el interés social, en cuanto a que la negociación se realizó en condiciones de libre mercado (como si hubiera sido realizada entre partes interesadas «*arm's length*») y que el precio es equitativo²⁹¹. Es decir, no sería una causa de nulidad (cfr. art. 6.3 CC), sino de ineficacia por el perjuicio causado a la sociedad. En el caso de la junta, la cuestión se torna más enrevesada, dado que el «*entire fairness test*» se prevé en el artículo 190.3 de la Ley (situación ya analizada²⁹²; en este caso, la hipótesis es que los socios han votado en contravención del art. 190.1 LSC, por lo que la nulidad es la solución evidente *ex art.* 6.3 CC). Con todo, la *ratio* es asegurar la equidad del contrato impugnado, por lo que la ineficacia debería depender del daño causado a la sociedad²⁹³.

3.7. *Los conflictos de interés posicionales*

Aunque los administradores deben actuar siempre en aras del interés social, la infracción del deber de lealtad sólo se produce cuando actúan de forma interesada por la existencia de un conflicto (no posicional) entre el interés que persigue (propio

²⁹¹ La resolución de referencia en el derecho de *Delaware* es *Weinberger v. UOP, Inc.* 457 A.2d 701 (Del. 1983), que hace referencia a los elementos de análisis de «*fair dealing*» y «*fair price*».

²⁹² *Vid. Supra* II.1.

²⁹³ Entre los autores españoles, patrocina esta tesis Paz-Ares, C. «Anatomía del deber de lealtad», *op. cit.*, páginas 52 y 53.

o ajeno *ex arts. 228.e y 229.1.f LSC*) y el de la sociedad, lo que impide, por otra parte, la aplicación de la «*business judgment rule*» (art. 226.2 LSC). Por tanto, no toda conducta de los administradores contraria al interés social provendrá de la infracción del deber de lealtad²⁹⁴, sino únicamente cuando el administrador se encuentre en situación de conflicto de interés transaccional.

Los conflictos de interés meramente posicionales no constituyen infracción del deber de lealtad. Los conflictos de interés a los que se refiere la Ley ocurren cuando el administrador no está en situación de juzgar de modo *independiente*. Esto ocurre cuando la parte con la que contrata la sociedad es el propio administrador, una persona vinculada al mismo (art. 231 LSC) u otra persona que le pueda situar en situación de conflicto de interés indirecto (art. 228 c LSC). Pero puede ocurrir que el interés del administrador no esté alineado con el de la sociedad, sin que ello le sitúe estrictamente en situación de conflicto de interés transaccional. Por ejemplo, esta tesitura se pueda dar en situaciones de cambio de control²⁹⁵, donde los administradores pueden incurrir en un conflicto de interés posicional, por miedo a perder su posición dentro de la sociedad. Sin embargo, este problema no incumbe al deber de lealtad (ni al de diligencia), sino al de neutralidad (art. 134.3 LMV)²⁹⁶.

En este trabajo se analiza el problema de agencia que puede surgir del alineamiento de incentivos entre los administradores y los socios que se hallan «*out of the money*». Dicho problema puede llevar a la adopción de medidas defensivas frente al cambio de control (*e.g.* arts. 142.1 y 165.2 LC²⁹⁷). En puridad, no se infringe el deber de lealtad si el administrador no se encuentra en situación de conflicto transaccional. En realidad, ni siquiera debería plantearse la aplicación de la «*business judgment rule*», pues no se está ante una «decisión estratégica o de negocio», sino de cambio de

²⁹⁴ La amplitud con la que el artículo 227 de la Ley de Sociedades de Capital define el deber de lealtad (pues incluye el deber de actuar «*en el mejor interés de la sociedad*») puede dar lugar a confusión. Sin embargo, la infracción del deber de lealtad se produce cuando el administrador se halla en una situación de conflicto, por defender intereses propios o de un tercero distintos a los de la sociedad.

²⁹⁵ Por ejemplo, el interés de los administradores en mantener su puesto (por ejemplo, en el contexto de una OPA hostil lanzada por un tercero independiente) no supone una infracción del deber de lealtad. Por el contrario, existe un potencial conflicto de interés cuando el administrador contrata en nombre propio con la sociedad.

²⁹⁶ Véase Allen, W., Kraakman, R. y Subramanian, G. *Commentaries and Cases on the Law of Business Organization* (*op. cit.*), páginas 512: «*Management and the board are never truly disinterested in the efforts to acquire control over the corporation (and hence over their positions). Nevertheless, responses to takeover offers are not “self-interested” to the same extent as a self-dealing transaction. These offers are immensely complicated business propositions that can expose shareholders to serious risks of exploitation by third-party bidders*».

²⁹⁷ *Vid. Infra* VI.2 y IX.

control (con independencia de los efectos indirectos que pueda conllevar). Aunque la adopción de medidas defensivas por parte de los administradores pueda no ser conforme al interés social, no significa que estén violando su deber de lealtad. La conducta debe analizarse bajo el tamiz del deber de neutralidad.

4. El deber de neutralidad de los administradores sociales ante el cambio de control en situaciones de insolvencia

Ante una situación de cambio de control, la decisión sobre el órgano social competente para aprobar la operación debería depender, idealmente, de dos factores: (i) quién tiene mejor información; y (ii) quién tiene mejores incentivos (o, mejor dicho, quién puede estar afectado por una situación de conflicto de interés, posicional o transaccional). En cuanto al acceso a la mejor información (por ejemplo, sobre el valor razonable de la empresa), por lo general, el órgano de administración se encuentra mejor posicionado que la junta general. Sin embargo, los administradores pueden tener problemas de incentivos (pueden temer perder su puesto si el nuevo socio de control pretende implementar un nuevo plan de negocio con un equipo distinto). Por ello, los administradores pueden tener un interés personal en rechazar una operación que puede resultar beneficiosa tanto para el adquirente como para los socios de la sociedad «*target*»: el adquirente está dispuesto a pagar a los socios una prima por el incremento de valor razonable que cree que puede obtener con una mejor gestión de la empresa. El deber de neutralidad, en el marco del derecho societario y del mercado de valores, es la vara de medir de la discrecionalidad de los administradores en este tipo de situaciones.

4.1. *El deber de neutralidad en derecho español*

En derecho español rige el conocido como «deber de neutralidad», regulado en los artículos 134 de la Ley del Mercado de Valores y 28 del Real Decreto 1066/2007 sobre Ofertas Públicas de Adquisición²⁹⁸. Los administradores deben permitir que sean los socios quienes tomen las decisiones oportunas en relación con la ofertas u ofertas que se presenten²⁹⁹. Se distingue, así, del mal llamado «deber de pasividad», pues no se

²⁹⁸ Ambos preceptos provienen, como es sabido, de la transposición del artículo 9 de la Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a las ofertas públicas de adquisición.

²⁹⁹ Véase genéricamente, por todos, Garrido, J. M^a. «El deber de neutralidad», en la obra colectiva *Derecho de OPAS (estudio sistemático del régimen de las ofertas públicas de adquisición en el derecho español)*, *op. cit.*, páginas 493 a 510.

impone a los administradores la adopción de una actitud pasiva. De hecho, se exige que los administradores recaben la autorización de la junta general *«antes de emprender cualquier actuación que pueda impedir el éxito de la oferta, con excepción de la búsqueda de otras ofertas, y en particular antes de iniciar cualquier emisión de valores que pueda impedir que el oferente obtenga el control de la sociedad afectada»*.

Por tanto, la finalidad de la norma es evitar que los administradores puedan actuar en desconsideración o ignorancia de los intereses de los socios. En lugar de basar la resolución de potenciales conflictos de interés (posicionales) mediante la aplicación del régimen general de deberes fiduciarios de los administradores (atendiendo a la conformidad de las medidas con el interés social), como hace el derecho estadounidense, el derecho español actúa de forma preventiva y radical, con total independencia respecto del análisis normal de los conflictos de interés, evitando que los administradores puedan utilizar sus facultades y las que hayan podido serles delegadas por la junta general para frustrar la oferta.

Además del acuerdo de la junta autorizando a los administradores a adoptar medidas defensivas, que de por sí disipa cualquier sospecha de uso inapropiado de los poderes de los administradores, existen dos excepciones a la exigencia del deber de neutralidad. La primera excepción consiste en la posible búsqueda activa de otros oferentes (*«white knight»*). Sin embargo, a diferencia de la doctrina estadounidense del caso *Revlon* que se expone a continuación, no se impone como un deber, sino como una excepción al mismo. Ahora bien, coincidiendo en este punto con *Revlon*, es preciso que, en su búsqueda de ofertas alternativas, los administradores no proporcionen un trato más favorable al oferente que resulte de su agrado; deben respetar la igualdad informativa entre los oferentes. La segunda excepción al deber de neutralidad es la regla de la reciprocidad en la aplicación de las medidas defensivas anti-OPA (art. 134.3 LMV). Ahora bien, como se ha apuntado por la doctrina³⁰⁰: *«la consecuencia jurídica de la inexistencia de reciprocidad, en el sentido de que la sociedad oferente no esté bajo la aplicación del deber de neutralidad o de normas equivalentes, consiste en la posibilidad de una inaplicación limitada del deber, y sometida a ciertas condiciones. Así pues, lo único que se permite es que el consejo de la sociedad cotizada española pueda actuar contra la oferta de la sociedad no sujeta al deber de neutralidad, si previamente –y con una anterioridad no superior a*

³⁰⁰ Garrido, J. M^a. «El deber de neutralidad», en la obra colectiva *Derecho de OPAS (estudio sistemático del régimen de las ofertas públicas de adquisición en el derecho español)*, op. cit., páginas 509 y 510.

dieciocho meses– la junta general ha autorizado esa actuación. La autorización requiere la misma mayoría reforzada que la autorización de medidas defensivas una vez que la oferta ha sido lanzada».

En definitiva, los administradores no tienen el deber de promover una subasta ante situaciones de posible cambio de control. Están autorizados por la Ley para hacerlo incluso sin la autorización de la junta general, pero no deben hacerlo por imperativo del deber de neutralidad. La Ley cercena el riesgo asociado a la situación de conflicto de interés posicional, pero no impone a los administradores que busquen la mejor solución para los socios.

4.2. La doctrina de la Supreme Court of Delaware ante el cambio de control y su aplicación en el marco del procedimiento judicial de insolvencia

La solución preconizada por el legislador comunitario y español difiere de la del derecho estadounidense, donde al deber de neutralidad se suma el deber de promover una subasta ante situaciones de cambio de control en interés de los socios.

Aunque su análisis pormenorizado escapa del alcance de este trabajo, los deberes fiduciarios de los administradores (diligencia y lealtad) sufrieron una reforma de singular importancia en los años ochenta, en el marco de la oleada de OPAS hostiles que azotó el mercado de valores estadounidense. Los estándares de revisión judicial aplicados por los tribunales para el análisis del cumplimiento de sus deberes eran dos: la «*business judgment rule*» (respecto al cumplimiento del deber de diligencia) y el «*entire fairness test*» (cuando se puede haber vulnerado el deber de lealtad por la existencia de un conflicto de interés). El «*entire fairness test*» era aplicable, por ejemplo, cuando el socio de control –«*controlling shareholder*»– absorbía a su sociedad no íntegramente participada. Sin embargo, la «*business judgment rule*» no bastaba para enjuiciar si la actitud de los administradores ante un posible cambio de control había sido la óptima desde la perspectiva de la maximización del interés de los socios. Esta constatación, a raíz del conflicto de interés posicional de los administradores, fue la que dio lugar al cambio paulatino en la doctrina judicial de *Delaware* respecto a las operaciones de cambio de control.

La primera de las resoluciones fue la de *Smith v. Van Gorkom*³⁰¹, sentencia de singular importancia pues es la única que, al margen de los acuerdos transaccionales

³⁰¹ *Smith v. Van Gorkom*, 488 A.2d 858 (Del. 1985).

de *WorldCom* y *Enron* en 2005, ha condenado a los administradores al pago (contra su patrimonio personal) del daño causado a la sociedad por la violación de deber de diligencia. En este caso, se reprochó al consejo que incurriera en culpa grave en el marco de una OPA no hostil seguida de una fusión por absorción («*cash tender offer followed by a cash-out merger*»), por no actuar debidamente informado, al no haber recabado opiniones de asesores independientes (pese a que el precio representaba una prima del cincuenta por ciento sobre el valor de cotización de las acciones).

La segunda de las resoluciones es la de *Unocal*³⁰² (matizada posteriormente por *Unitrin*³⁰³). Esta doctrina conlleva la inversión de la carga de la prueba para la aplicación de la «*business judgment rule*» cuando el órgano de administración adopta medidas de protección frente a una oferta «hostil». La validez y eficacia de las medidas defensivas depende, en primer lugar, de que el consejo de administración perciba una amenaza para la consecución de la estrategia que ha establecido para maximizar el valor de la empresa a largo plazo (lo que requiere, a su vez, la acreditación de que los administradores actúan de buena fe tras realizar una investigación razonable). En segundo lugar, las medidas no deben ser «draconianas», en el sentido de resultar coercitivas, en cuanto que se impone a los socios la solución promovida por el órgano de administración, o preclusivas para la presentación de ofertas alternativas por terceros. Finalmente, se tiene que acreditar que la medida protectora adoptada se encuadra dentro del rango de alternativas razonables con relación a la amenaza detectada. En definitiva, la medida ha de resultar adecuada a la amenaza que supone la oferta de un tercero en cada caso concreto (lo que excluye medidas encaminadas a perpetuar la posición del órgano de administración). En el caso concreto, *Unocal*, sociedad objeto de una OPA hostil y subsiguiente fusión por absorción por el socio mayoritario, implementó como defensa un programa de recompra de acciones en el que se excluía a dicho socio³⁰⁴. En esta resolución, la «*Delaware Supreme Court*» se refirió a la omnipresente amenaza de que el consejo se pueda hallar ante un conflicto de interés a la hora de adoptar medidas

³⁰² *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d 946 (Del. 1985).

³⁰³ *Unitrin v. American General Corp.*, 651 A.2d 1361 (Del. 1995).

³⁰⁴ El derecho societario de *Delaware* permite discriminar entre los socios a la hora de llevar a cabo un plan de recompra de acciones; véase *Cheff v. Mathes*, A. 2d 548, 554 (Del. 1964).

defensivas³⁰⁵. Sin embargo, concluyó que el consejo había realizado una investigación suficiente y de buena fe para detectar la amenaza de una amenaza para el interés social, y que la medida defensiva adoptada era proporcionada respecto a dicha amenaza.

La última de las resoluciones del mismo año es la de *Revlon*³⁰⁶, donde se declararon ineficaces las medidas protectoras adoptada por el consejo que favorecían a determinado ofertante, dado que ello privaba a los socios de una mejor opción. *Justice Moore* concluyó enunciando que, ante una operación susceptible de dar lugar a un cambio de control sobre la sociedad o sus activos, los administradores deben promover una subasta entre todos los posibles interesados para maximizar el valor obtenido por los socios. En *Revlon*, el consejo de administración se opuso a la propuesta del ofertante (*Pantry Pride Inc.*), mediante un plan de recompra de acciones para su inmediata amortización³⁰⁷. La contraprestación ofrecida a los socios por sus acciones consistía en obligaciones de nueva emisión, con un descuento

³⁰⁵ «When a board addresses a pending takeover bid it has an obligation to determine whether the offer is in the best interest of the corporation and its shareholders. In that respect a board's duty is no different from any other responsibility it shoulders, and its decisions should be no less entitled to the respect they otherwise would be accorded in the realm of business judgment (...). There are, however, certain caveats to a proper exercise of this function. Because of the omnipresent specter that a board may be acting primarily in its own interests, rather than those of the corporation and its shareholders, there is an enhanced duty which calls for judicial examination at the threshold before the protections of the business judgment rule may be conferred (...). In the face of this inherent conflict directors must show that they had reasonable grounds for believing that a danger to corporate policy and effectiveness existed because of another person's stock ownership (...). Corporate directors have a fiduciary duty to act in the best interests of the corporation's shareholders (...). Their duty of care extends to protecting the corporation and its owners from perceived harm whether a threat originates from third parties or other shareholders. But such powers are not absolute. A corporation does not have unbridled discretion to defeat any perceived threat by any Draconian means available. The restriction placed upon a selective stock repurchase is that the directors may not have acted solely or primarily out of a desire to perpetuate themselves in office (...) or take inequitable action (...). A further aspect is the element of balance. If a defensive measure is to come within the ambit of the business judgment rule, it must be reasonable in relation to the threat posed».

³⁰⁶ *Revlon, Inc. v. MacAndrews and Forbes Holding, Inc.*, 506 A.2d 173 (Del. 1986).

³⁰⁷ Anteriormente, el consejo acordó adoptar lo que se conoce en el derecho de sociedades estadounidense como un «*flip in, flip-over plan*», o una «*poison pill*», cuya validez fue confirmada por el Tribunal Supremo de *Delaware* en *Moran v. Household International, Inc.*, 500 A.2d 1346 (Del. 1985), si bien, en cada caso concreto, la medida ha de resultar adecuada a la amenaza que supone la oferta de un tercero (lo que excluye medidas encaminadas a perpetuar la posición del órgano de administración). Véase *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d 946 (Del. 1985) y *Unitrin v. American General Corp.*, 651 A.2d 1361 (Del. 1995). Esta medida («*poison pill*») es un derecho de suscripción preferente sobre acciones de nueva emisión que contempla un notable descuento sobre el valor nominal y cuya eficacia se somete a condición: la previa adquisición de un determinado porcentaje de acciones por un tercero (al cual se priva de este derecho). Desincentiva las ofertas públicas de adquisición de valores hostiles porque dan lugar a la dilución del socio interesado en la toma de control (y, por tanto, al encarecimiento de la OPA). Con ello se fuerza a entablar negociaciones con el consejo de administración, de modo que se modifiquen los estatutos antes de ejecutar la operación.

suficientemente atractivo para despertar su apetito inversor. Esta estrategia resultaba útil como medida defensiva por dos razones. Primero, el aumento del pasivo dificultaba el logro de financiación ajena para el ofertante³⁰⁸. Segundo, la obligación de no hacer impedía disponer de los activos de la sociedad sin el acuerdo previo de los consejeros independientes, lo cual, de nuevo, dificultaba la configuración de la operación como un «*leveraged buyout*». La respuesta del ofertante fue, sin embargo, la de incrementar su oferta, lo que incrementó la presión de los accionistas sobre el órgano de administración.

Ante semejante tesitura, el consejo acudió a un inversor (*Forstmann Little & Co*) para sugerirle que formulara una oferta competidora. En definitiva, el consejo prefería promover la venta de la sociedad a favor del «*white knight*». El obstáculo consistía en la obligación de no hacer que se había estipulado en las obligaciones, la cual perjudicaba a ambas ofertas. La consecuencia de la novación de las obligaciones emitidas, eliminando dicha obligación, supuso la caída de su valor, lo que enfrentó al consejo a no pocas amenazas de interposición de acciones de responsabilidad por incumplimiento de sus deberes fiduciarios (los obligacionistas eran asimismo socios). A continuación, el consejo aseguró la ejecución de la operación a favor de *Forstmann Little & Co*, otorgándole una opción de compra sobre los principales activos de la sociedad y a un precio muy inferior a su valor razonable, cuyo ejercicio se sometió a la siguiente condición suspensiva: la adquisición por un tercero (*Pantry Pride Inc.*) de más de un cuarenta por ciento de las acciones de *Revlon Inc.* Evidentemente, la opción de compra desincentivaba la presentación de cualquier oferta. Con todo, *Pantry Pride Inc.* volvió a incrementar su oferta, si bien, introduciendo como condición suspensiva la previa supresión del derecho de opción o su declaración de ineficacia por parte de los órganos jurisdiccionales de Delaware. El fallo del *Delaware Supreme Court* (Justice Moore) fue taxativo³⁰⁹: cuando la venta de una sociedad deviene inevitable, los administradores deben cesar en su rol de defensores del

³⁰⁸ Téngase en cuenta que en los años ochenta este tipo de negocios jurídicos se estructuraba como una fusión posterior a una adquisición de sociedad con endeudamiento de la adquirente («*leveraged buyout*»); compárese con el régimen imperativo del artículo 35 de la Ley de Modificaciones Estructurales. Es decir, la devolución de la financiación se lograba, bien a través de una fusión, de forma que se amortizaba con el flujo de caja operativo libre de la sociedad adquirida, o bien mediante la constitución de garantías reales sobre los principales activos de la sociedad.

³⁰⁹ «*When the sale of the company became “inevitable”, the directors’ role changed from defenders of the corporate bastion to auctioneers charged with getting the best price for the stockholders at a sale of the company*».

«*corporate bastion*», para convertirse en subastadores encargados de obtener el mejor precio posible para los accionistas por la venta de la sociedad³¹⁰.

Así, es lugar común caracterizar «*the Revlon duties*» como un nuevo estándar de revisión judicial de los deberes fiduciarios de los administradores³¹¹. En situaciones de cambio de control, los administradores deben promover una subasta en beneficio de los socios (como «*residual claimants*»), conforme a los principios de publicidad y concurrencia, absteniéndose de pactar medidas protectoras de la operación a favor de ofertantes individuales. La exigencia de este deber y las consecuencias de su inobservancia en la práctica no discurren tanto por la exigencia de responsabilidad (la prueba es ardua en muchos casos donde no se llegan a conocer los precios finales de las ofertas), como en las acciones de impugnación de los contratos celebrados o de determinadas cláusulas «protectoras de la operación».

La discusión doctrinal gira en torno a dos aspectos. Primero, el órgano social con mejor información para adoptar la decisión; reconocer competencias al órgano de administración es óptimo ante el problema de acción colectiva y la desinformación de los socios, quienes no están en condición de conocer el valor razonable de sus títulos. En sentido contrario se postulan quienes ponen de manifiesto el conflicto de interés de los administradores, que resultan habitualmente perjudicados por la toma de control por un tercero. También se señala la proliferación de los socios institucionales y la relativa menor importancia de los socios dispersos³¹².

³¹⁰ Desde dicho fallo se ha venido debatiendo qué se ha de entender por cambio de control y en qué casos la adopción de medidas protectoras de la celebración de un negocio jurídico concreto a favor del tercero preferido por el órgano de administración son compatibles con este nuevo estándar de revisión judicial de los deberes fiduciarios de los administradores (conocido como «*the Revlon duties*»). Véase, por ejemplo, *Paramount Communications, Inc. v. Time, Inc.* 571 A.2d 1140 (Del. 1989) y *Time-Warner Paramount Communications, Inc. v. QVC Network, Inc.*, 637 A.2d 34 (Del. 1994).

³¹¹ No se trata, en puridad, de una simple derivación del deber de diligencia. Es cierto que el antecedente que dio lugar un año antes a la resolución del caso *Revlon*, el caso *Smith v. Van Gorkom*, 488 A.2d 858 (Del. 1985), fue resuelto con base a la inobservancia de aquel deber. Sin embargo, es lugar común entre la doctrina estadounidense señalar que *Smith* simboliza el cambio de doctrina de los órganos jurisdiccionales de *Delaware* que supuso la introducción de este nuevo deber. En este sentido, por todos, Allen, W., Kraakman, R. y Subramanian, G. *Commentaries and Cases on the Law of Business Organization* (op. cit.), páginas 538 y 539: «*Van Gorkom should be understood not as a director negligence case (although the court presented it this way) but rather as the first of several important cases in which the court struggled to construct a new standard of judicial review for “change in control” transactions such as mergers*».

³¹² Entre los autores españoles, véase Alfaro, J. «El debate sobre las medidas defensivas frente a una OPA hostil», *Derecho de OPAS (estudio sistemático del régimen de las ofertas públicas de adquisición en el derecho español)*, coordinado por Juste, J. y Recalde, A., Valencia, Tirant lo Blanch, páginas 475-490 (especialmente: páginas 475 a 484).

Segundo, la pérdida de incentivos del primer ofertante («*stalking horse*») que ha llevado a cabo una inversión previa de la que se aprovechan el resto de ofertantes y por la que, en contraprestación, pretende gozar de cierta preferencia en términos de medidas protectoras del contrato. Todavía no hay evidencia empírica que acredite las ventajas o desventajas del deber de promoción de la subasta (y, por tanto, de las reglas de publicidad y concurrencia) frente a la aplicación de la regla de libre mercado, que incentiva la inversión del «*stalking horse*»³¹³.

El deber de neutralidad se exige también en el marco de la venta de la empresa en *Chapter 11* (sección 363 del U.S. *Bankruptcy Code*, equivalente al art. 43.2 LC) y, sin duda, en el marco de la fase de liquidación (*Chapter 7*)³¹⁴. Sin embargo, los administradores no deben pedir la conversión del procedimiento de convenio (*Chapter 11*) en uno de liquidación (*Chapter 7*) si prevén que en este último podría promoverse una subasta susceptible de maximizar el recobro frente a, por ejemplo, una propuesta de convenio de asunción³¹⁵. La conversión sólo es posible en caso de concurso voluntario, si el deudor no ha sido suspendido en el ejercicio de las facultades de administración y disposición sobre su patrimonio, y si no ha habido una previa conversión del *Chapter 7* en *Chapter 11* (por ejemplo, a instancias del acreedor proponente del convenio)³¹⁶.

En el marco de un procedimiento judicial de insolvencia, los beneficiarios últimos de la exigencia de este deber fiduciario en el concurso serían los acreedores (salvo que

³¹³ En contra de la promoción de la subasta, por todos, Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, «*The Proper Role of a Target's Management in Responding to a Tender Offer*», 94 *Harvard Law Review* 1161 (1981). A favor, Ronald J. Gilson, «*Seeking Competitive Bids Versus Pure Passivity in Tender Offers Defense*», 35 *Stanford Law Review* 51 (1982) y Lucian Arye Bebchuck, «*The Case for Facilitating Competing Tender Offers*», 95 *Harvard Law Review* 1028 (1982), y «*The Case for Facilitating Competing Tender Offers: A Reply and Extension*», 35 *Stanford Law Review* 23 (1982). El análisis empírico no ha despejado la cuestión por el momento. Véase M. Bradley, A. Desai & E.H. Kim, «*Synergistic Gains from Corporate Acquisitions and Their Division Between the Stockholders of Target and Acquiring Firms*», 21 *Journal of Finance & Economics* 2 (1988).

³¹⁴ Como exponen Adler, B., Baird, D. y Jackson, T. *Bankruptcy. Cases, Problems, and Materials*, op. cit., páginas 667 a 678 (especialmente: página 669) «*if we take a snapshot of the business before and after the Chapter 11, we would not be able to tell whether there has been a Chapter 11 or a traditional corporate control transaction. The business may now be folded into another. Even if it is not, the old shareholders are gone as are the old managers and the old board. New managers run a business whose operations have been streamlined and whose workforce has been reduced. The process itself resembles the takeover battles we see elsewhere. Corporate raiders square off against each other in a bidding war, while the board's independent directors pay careful heed to their fiduciary duty to maximize the sale price*».

³¹⁵ Vid. *Infra* VI.2.7.6.

³¹⁶ Véase las secciones 1112(a) y 706(b) del U.S. *Bankruptcy Code*.

el precio obtenido fuera superior a la deuda, en cuyo caso también se incluiría a los socios). Ahora bien, no se trata de modificar el estatuto jurídico de los administradores. La destinataria de los deberes fiduciarios es, en todo caso, la sociedad (o la empresa como unidad económica en funcionamiento). Cuestión distinta es que, dependiendo de los «*stakeholders*» sobre los que recaiga la condición de «*residual claimants*», los beneficiarios últimos del cumplimiento de los deberes fiduciarios (y quienes deberían ostentar legitimación para ejercitar la acción social de responsabilidad por cuenta de la sociedad) puedan ser los socios o los acreedores. En el momento en que ya no se trata de administrar y gestionar la empresa, sino de venderla, estos deberes se concretan, en el marco del concurso del deudor, en la obtención del máximo precio posible por la venta de la empresa.

4.3. El deber de neutralidad ante el cambio de control en situaciones de insolvencia

Evidentemente, el deber de neutralidad resulta de aplicación a los administradores de las sociedades anónimas cotizadas. Sin embargo, como su justificación reside en el conflicto de interés posicional de los administradores, puede aplicarse, por identidad de razón, a las situaciones de «cambio de control» que pueden darse en situaciones de insolvencia empresarial.

Cuando el deudor se halla en régimen de intervención, la Ley Concursal no establece ningún deber, a cargo de los administradores sociales, de maximizar el producto obtenido en la enajenación de la empresa o de una unidad productiva. Aplicando por identidad de razón el deber de neutralidad, los administradores estarían facultados para buscar alternativas a las ofertas presentadas por los adquirentes. Seguramente, carece de sentido en este ámbito la autorización de la junta general para adoptar medidas de defensa, dado el régimen de intervención y el de autorización judicial para la enajenación de bienes y derechos que exceda del curso ordinario de los negocios (art. 43.2 LC). Por su parte, entre las funciones de la administración concursal se encuentra la realización de actos de disposición sobre bienes y derechos no necesarios para la continuidad de la actividad, cuando las ofertas coinciden sustancialmente con el valor que se les haya dado en el inventario (arts. 33.1.b.3º y 43.3.2º LC). A todo ello hay que añadir, por supuesto, la regla general de que acudir a la opción del convenio de realización (venta directa), ya sea en la fase común (sección tercera) o en la de convenio (sección quinta) exige acreditar que el producto que se espera obtener es superior al que resultaría de la subasta judicial (art. 640.2.II LEC). La Ley Concursal, atendiendo a otras circunstancias propias de la insolvencia (como puede

ser la pérdida de valor del negocio si no hay posibilidad de financiar la empresa a corto plazo), establece (art. 149.1.II LC) que: «*la enajenación del conjunto o, en su caso, de cada unidad productiva se hará mediante subasta. No obstante, el juez podrá acordar la realización a través de enajenación directa o a través de persona o entidad especializada cuando la subasta quedare desierta o cuando, a la vista del informe de la administración concursal, considere que es la forma más idónea para salvaguardar los intereses del concurso*»³¹⁷.

La cuestión es si los administradores sociales *deberían* pedir la liquidación³¹⁸, con el objetivo de promover la subasta de la empresa, cuando prevean que el precio esperado de adjudicación es superior al precio implícito del convenio de asunción (adquisición de la empresa en contraprestación por la asunción del pasivo reestructurado *ex art. 100.2.III y IV LC*) o del convenio de continuidad con cambio de control mediante la capitalización de créditos³¹⁹. Es decir, la libérrima facultad del deudor de pedir la apertura de la fase de liquidación en cualquier momento, ¿podría ser manifestación del deber de promover la subasta de la empresa en interés común de los acreedores y a pesar de la voluntad soberana mayoritaria de los acreedores?

En derecho español, la respuesta dista de ser clara. Los argumentos en contra del reconocimiento de este deber en el marco del concurso son, al menos, cuatro. Primero, a diferencia del derecho de *Delaware*, el artículo 134.3 de la Ley del Mercado de Valores no obliga a los administradores a buscar alternativas, sino que les faculta para hacerlo (como excepción al deber de neutralidad). Segundo, nada impide que pueda haber propuestas de convenio de asunción concurrentes (aunque, ciertamente, el hecho de que el proponente –que no el adquirente– deba ser acreedor y contar con el apoyo del veinte por ciento del pasivo limita las opciones a cinco *ex art. 113.1 LC*). Tercero, la facultad libérrima que el artículo 142.1 de la Ley Concursal concede al deudor tiene su razón de ser en el derecho a la libertad de empresa (art. 38 CE)³²⁰. Cuarto, desde la perspectiva del gobierno corporativo de la empresa en crisis, es

³¹⁷ En materia de realización individual de los bienes afectos al pago de créditos con privilegio especial, el artículo 155.4 de la Ley Concursal también establece la subasta como regla general. No obstante, se contempla la posibilidad de venta directa: salvo en el caso del convenio, el acreedor y el deudor deben consentir si el precio ofrecido es inferior al valor de tasación. Además, debe ser en todo caso un valor de mercado según tasación actualizada. Y el juez puede abrir licitación si aparece un mejor postor dentro del plazo de diez días a contar desde el último de los anuncios (art. 155.4 LC).

³¹⁸ La administración concursal sólo puede hacerlo en caso de cese de la actividad (art. 142.3 LC). *Vid. Infra VI.2.7.*

³¹⁹ Esta cuestión pudo suscitarse en el caso de La Seda de Barcelona S.A. (*Vid. Infra VI.2.7.3*).

³²⁰ *Vid. Infra VI.2.7.9.*

cuestionable que el deudor pueda imponer la solución de liquidación cuando la propuesta de convenio goza de apoyo mayoritario (máxime si la propuesta debe superar el «*best-interests test*»³²¹).

En materia de acuerdos de refinanciación, el artículo 165.2 de la Ley Concursal incluye una presunción *iuris tantum* de culpabilidad asociada a la frustración de la consecución de determinados acuerdos de refinanciación³²². La negativa de socios y administradores, sin causa razonable, a la capitalización de créditos o a la emisión de valores o instrumentos convertibles, puede dar lugar a la calificación culpable del concurso, salvo prueba en contrario. Desde la perspectiva de los administradores, aunque no se haga referencia a una situación de cambio de control, este precepto establece una manifestación del deber de neutralidad en el ámbito del derecho de la insolvencia, que resulta aplicable a todo tipo de sociedades de capital (sean cotizadas o no). De hecho, en este caso sí que se trata del cambio de control de la sociedad deudora (y no de la empresa, como ocurre en el marco de un convenio de asunción ex art. 100.2.III y IV LC). Esta presunción no resulta de aplicable a los administradores que recomienden la «*recapitalización basada en causa razonable, aun cuando ésta fuera posteriormente rechazada por los socios*» (art. 172.2.1º.II LC). La Ley Concursal no indica si, como es la regla general, los administradores podrían proponer una situación alternativa al cambio de control propuesto por los acreedores (art. 134 LMV). La respuesta debería ser positiva si la alternativa patrocinada por los administradores permite remover la situación de insolvencia. Sin embargo, la presunción de culpabilidad invita a descartar esta posibilidad.

5. Legitimación subsidiaria de los acreedores para ejercitar la acción social

5.1. *La legitimación como mecanismo de tutela del crédito*

La legitimación subsidiaria y extraordinaria de los acreedores para el ejercicio de la acción social se explica, en primer lugar, conforme a los mecanismos generales que establece el ordenamiento jurídico para la defensa del crédito. El producto de esta acción (previa deducción de los costes necesarios en los que haya incurrido el acreedor que no queden cubiertos por las costas) ingresa en el patrimonio del deudor.

³²¹ Vid. *Infra* VI.3.1.2 y VIII.2.4.

³²² El análisis pormenorizado de esta cuestión se reserva a un capítulo concreto de este trabajo (*Vid. Infra* IX).

Así, no cabe duda de que el acreedor que plantea la demanda de responsabilidad contra los administradores actúa en su propio interés (aunque no le corresponda el producto de la acción). A diferencia de la acción subrogatoria del artículo 1111 del Código Civil, que permite reaccionar al acreedor frente a la inactividad del deudor en el ejercicio de sus derechos, este remedio no debería operar de forma subsidiaria, exigiendo del acreedor la previa persecución infructuosa de los bienes y derechos del deudor³²³. Como se expone a continuación, esta diferencia se explica por cuanto, a diferencia del deudor persona natural, la atribución de derechos políticos a los acreedores de una sociedad de capital tiene también implicaciones en materia del gobierno corporativo de la empresa en crisis.

5.2. *La legitimación como mecanismo de gobierno corporativo*

La legitimación extraordinaria y subsidiaria de los acreedores para el ejercicio de la acción social es consistente con la noción de que los acreedores adquieren la condición de «*residual claimants*» en situaciones de insolvencia que reducen el valor razonable de la empresa a una cifra inferior al pasivo exigible de la sociedad. El artículo 240 de la Ley de Sociedades de Capital, al igual que el 74.2 en materia de aportaciones no dinerarias en las sociedades de responsabilidad limitada, reconoce a los acreedores su condición de principales interesados en la defensa y promoción del interés social, cuando los socios carecen de un interés económico realizable frente a

³²³ A diferencia de la acción pauliana, que ampara un ejercicio conservativo del derecho del acreedor, la subrogatoria exige la previa persecución infructuosa del patrimonio del deudor. Como ha puesto de manifiesto la doctrina más autorizada (Díez-Picazo, L. *Fundamentos del Derecho Civil Patrimonial. II Las relaciones obligatorias*, Cizur Menor, 2008, sexta edición, página 895): «*La reacción frente al fraude justifica plenamente una acción inmediata con puros efectos conservativos. En cambio, para legitimar a un acreedor a fin de que ejercite derechos –inmiscuyéndose en la esfera privada– del deudor meramente inactivo, el interés tutelado debe ser mayor: la idea de que ése sea el único camino para lograr la satisfacción de un acreedor que de otra manera ve convertirse en fallido un crédito que se está ejecutando infructuosamente*».

la sociedad por hallarse «*out of the money*»³²⁴. En estas situaciones³²⁵, los acreedores tienen incentivos más alineados con el interés social que los socios³²⁶.

Además, cuando se dé el problema de agencia descrito en este trabajo (administradores alineados con los incentivos de los socios que carecen de un interés económico frente a la sociedad), la «amenaza» del ejercicio de la acción social por parte de los acreedores puede contribuir a realinear la labor de los administradores conforme al interés social (lo que redundaría en beneficio de todos los «*stakeholders*»,

³²⁴ Se trata, de hecho, de la principal (y prácticamente única) manifestación del gobierno corporativo de la empresa en crisis que establece la Ley de Sociedades de Capital. En relación con la pignoración de acciones o participaciones sociales, aunque se trata de una norma dispositiva, el artículo 132.1 de la Ley de Sociedades de Capital establece la legitimación del socio para el ejercicio de los derechos políticos; ejercicio que, además, debe ser facilitado por el acreedor pignoraticio.

³²⁵ El profesor Javier Juste, «Legitimación subsidiaria para el ejercicio de la acción social», en la obra colectiva *La responsabilidad de los administradores de las sociedades mercantiles* (Rojo, A. y Beltrán E., dirs.), Valencia, Tirant lo Blanch, quinta edición, 2013, página 157, subraya la noción de la subsidiariedad de la legitimación de los acreedores frente a lo que ocurre en situación de concurso: «(l)a subsidiariedad pierde su razón de ser en el supuesto de concurso, en el que los intereses de los acreedores sobre el patrimonio social anteceden, por obvias razones, al de los accionistas frente al patrimonio social, especialmente cuando se trata de graduar la precedencia de la actuación de unos y otros con el fin de incrementar la masa activa (...)».

³²⁶ *Mutatis mutandi*, con relación a la legitimación extraordinaria y subsidiaria de los socios para el ejercicio de la acción social, el profesor Javier Juste, «Legitimación subsidiaria para el ejercicio de la acción social», *op. cit.*, página 123, indica que: «(s)e trata de un derecho de minoría de protección o defensa, que responde al esquema (de máxima protección de los accionistas ajenos al grupo de control) de atribución excepcional a los socios del poder para determinar el interés social con preferencia a la decisión mayoritaria, allí precisamente donde se considera que los accionistas mayoritarios o las instancias primeramente legitimadas se hallan en situación de conflicto». Véase, asimismo, Paz-Ares, C. *Responsabilidad de los administradores y gobierno corporativo*, Madrid, Centro de Estudios del Colegio de Registradores y de la Propiedad de España, 2007, páginas 52 y 53. La posible oposición de los socios minoritarios a la renuncia o transacción de la acción social por parte de la junta general que establece el artículo 238.2 de la Ley de Sociedades de Capital obedece a idéntica finalidad (véase, por ejemplo, Juste, J. «Legitimación subsidiaria para el ejercicio de la acción social», *op. cit.*, página 142). Cabe recordar que el artículo 236.2 de la Ley de Sociedades de Capital establece que no constituye causa de exoneración de responsabilidad que la junta general haya adoptado, autorizado o ratificado el acto o acuerdo lesivo. En este sentido, la sentencia del Tribunal Supremo (sala primera) de 25.VI.2012 (RJ 2012, 8853; ponente: Rafael Gimeno-Bayón), recuerda en su fundamento de derecho segundo que: «no se puede deducir que la previsión estatutaria resulta suficiente para blindar los acuerdos adoptados por la junta general –y, claro está, menos aún los adoptados por los administradores–, ya que la propia Ley parte de que las decisiones de la mayoría no siempre coinciden con los intereses de la sociedad. De ahí que el artículo 204.1 de la Ley de Sociedades de Capital autoriza la impugnación de acuerdos sociales que lesionan el interés social en beneficio de uno o varios socios o de terceros. Tampoco es suficiente para eludir la responsabilidad derivada del daño a la sociedad el hecho de que los acuerdos societarios (...) no hubieran sido impugnados en su momento, (...), máxime si se tiene en cuenta que el patrimonio de la sociedad constituye la principal garantía de los acreedores sociales. De ahí que el artículo 240 de la Ley de Sociedades de Capital les autorice para el ejercicio de la acción social y la defensa de la integridad del patrimonio de la deudora». La reciente sentencia del Tribunal Supremo (sala primera), de 2.VI.2015 (JUR 2015, 170459; ponente: Ignacio Sancho), desestima la impugnación del acuerdo contrario al ejercicio de la acción, al haber un remedio específico para ello (legitimación extraordinaria y subsidiaria para el ejercicio de la acción social). En todo caso, la legitimación extraordinaria en el caso de los socios es directa cuando se alega que el acuerdo impugnado ha infringido el deber de lealtad (art. 239.1.II LSC).

no únicamente del acreedor actuante). Desde esta perspectiva, la atribución de legitimación subsidiaria y extraordinaria a favor de los acreedores para el ejercicio de la acción social es un instrumento de buen gobierno corporativo.

5.3. *El presupuesto objetivo para el ejercicio de la acción social*

El presupuesto fundamental que establece el artículo 240 de la Ley de Sociedades de Capital para el ejercicio de la acción social por los acreedores es que «*el patrimonio social resulte insuficiente para la satisfacción de sus créditos*». Los acreedores soportan la carga de la prueba respecto a la acreditación de esta situación (art. 217.2 LEC). Es un concepto contable, de «desequilibrio de balance», que no ha sido objeto de «revisión» desde la entrada en vigor de la Ley Concursal³²⁷ (cfr. art. 74.2 LSC). Aunque la verificación de este elemento suele coincidir con la concurrencia del presupuesto objetivo para la declaración de concurso, la situación de desequilibrio patrimonial puede habilitar a los acreedores para ejercitar la acción social sin que la sociedad sea insolvente y viceversa. Con todo, los medios de prueba en caso de insolvencia superpuesta a la situación de desequilibrio patrimonial no deberían

³²⁷ Al respecto, Juste, J. «Legitimación subsidiaria para el ejercicio de la acción social», *op. cit.*, páginas 154 a 159 (especialmente: página 154), opina que: «*esta última circunstancia aproxima notablemente el supuesto al requerido para la apertura del concurso según la renovada legislación (cfr. art. 2 LC), por lo que tanto el ejercicio de las acciones de responsabilidad que pudieran corresponder frente a los administradores de la sociedad concursada (cfr. art. 48 LC) como las consecuencias patrimoniales que pudieran producirse por la calificación del concurso como culpable (cfr. art. 172 LC) habrán de examinarse, en la mayor parte de los casos, a la luz de este sector del ordenamiento (...). Debe tenerse presente que una acreditación suficiente del presupuesto objetivo por parte de los acreedores a efectos del ejercicio de esta acción podría confirmar la obligación de los administradores de solicitar el concurso, habida cuenta de que una de las presunciones de dolo o culpa gravea efectos de la responsabilidad “concursal” es precisamente la de no haber cumplido con el deber de solicitarlo (cfr. art. 165 LC en relación con el art. 5)».*

restringirse a los «hechos externos reveladores de la insolvencia» del artículo 2.4 de la Ley Concursal³²⁸.

Atendiendo a la externalidad positiva asociada al ejercicio de la acción social por parte de los acreedores (por su función desde una perspectiva de gobierno corporativo para cercenar el problema de agencia descrito), cabe plantear si el presupuesto objetivo habilitante para la legitimación subsidiaria es excesivamente restrictivo. No en vano, el artículo 80.IV de la Ley sobre Régimen Jurídico de las Sociedades Anónimas, de 17 de julio de 1951, establecía un régimen más flexible a pesar de su redacción en forma de excepción: *«Los acreedores de la sociedad sólo podrán dirigirse contra los administradores cuando la acción tienda a reconstituir el patrimonio social, no haya sido ejercitada por la sociedad o sus accionistas y se trate de un acuerdo que amenace gravemente la garantía de los créditos»*.

Como mecanismo de gobierno corporativo, este régimen era más acertado, pues la permisividad en cuanto a una mayor prontitud en el ejercicio de la acción permitía la intervención de los acreedores antes de que los activos fueran insuficientes para pagar a los acreedores. Nuevamente, esta intervención no consiste en revestir a los acreedores de la totalidad de los derechos políticos de los socios, sino en atribuirles legitimación para poder reclamar daños a los administradores en nombre de la sociedad, lo cual es particularmente relevante cuando existe el riesgo de que su actuación esté guiada por los intereses de los socios que, por carecer de un interés económico realizable frente a la sociedad, no estén alineados con el interés social en maximizar de forma sostenida el valor empresarial a medio y largo plazo. La mera posibilidad del ejercicio de la acción, para lo que se exige la concurrencia del presupuesto objetivo para la atribución de legitimación extraordinaria, sería un desincentivo para una actuación de los administradores contraria al interés social

³²⁸ Como es sabido, los hechos externos reveladores de la insolvencia son, además de la inexistencia de bienes libres bastantes para el pago a resultas del procedimiento de aprecio (art. 2.4.I LC): (i) el sobreseimiento general en el pago corriente de las obligaciones del deudor; (ii) la existencia de embargos por ejecuciones pendientes que afecten de una manera general al patrimonio del deudor; (iii) el alzamiento o la liquidación apresurada o ruinoso de sus bienes por el deudor; y (iv) el incumplimiento generalizado de obligaciones tributarias, de seguridad social o laborales exigibles durante los tres meses anteriores a la solicitud de concurso. Al respecto, Juste, J. «Legitimación subsidiaria para el ejercicio de la acción social», *op. cit.*, página 158, cita la sentencia de 15.II.1995 de la Audiencia Provincial de Navarra, que establece la necesidad de aportar un principio de prueba sobre la insuficiencia patrimonial para satisfacer las deudas: *«(e)n este sentido hay que destacar que no consta que se haya intentado ejecutar la sentencia que el actor tiene a su favor, en la que se condenaba a la sociedad. Y además es especialmente significativo que no se haya propuesto la práctica de una prueba pericial contable, que acredite la insuficiencia patrimonial, dado que desconocemos los activos de la sociedad. Frente a este dato conocido, que debió aportar la parte actora o al menos intentar traer un principio de prueba, la entidad de las deudas reflejadas en el Registro de la Propiedad se relativizan, no bastando su mera constatación para afirmar que el patrimonio social es insuficiente»*.

(todo lo contrario que lo que se pretende con la introducción de la regla de la protección de la discrecionalidad empresarial ex art. 226.1 LSC³²⁹).

Conforme a la doctrina más autorizada³³⁰, esta generosidad a la hora de atribuir legitimación a los acreedores para reclamar daños a los administradores obedecía a establecer un remedio adicional a la acción subrogatoria (que exige la insuficiencia patrimonial del deudor): *«la ley se contenta con la simple amenaza de la garantía de los créditos, a condición de que esta amenaza sea grave. No exige, por tanto, que el patrimonio social resulte insuficiente para la satisfacción de los créditos. Este otro sistema, seguido en alguna ley extranjera, significa que los acreedores sociales tienen derecho a recibir de los administradores a título de resarcimiento de daño el equivalente de la prestación que por culpa de los administradores mismos la sociedad no está en situación de realizar (...). Pero la ley española no exige la insolvencia de la sociedad. Y esto por una razón obvia: cuando los acreedores sociales no pueden cobrar sus créditos, a pesar de haber perseguido los bienes de su deudora, es claro que pueden ejercitar la acción subrogatoria que les concede el artículo 1111 del Código Civil en el caso de que la sociedad, que tiene derecho a reclamar una indemnización de sus administradores por haber incurrido estos en algún supuesto de responsabilidad, adopte una conducta pasiva (...). Pero la ley de sociedades anónimas ha querido ir más allá, concediendo acción, no sólo en la hipótesis de la acción subrogatoria, sino también en la hipótesis de que el patrimonio social se vea gravemente amenazado por la conducta maliciosa o abusiva de los administradores. Ello representa una innovación, cuya trascendencia práctica puede ser grave y que exige por tal causa que los tribunales de justicia ponderen con exquisito cuidado las circunstancias del caso concreto»*. No se puede compartir esta crítica, precisamente, porque la mayor amplitud de este precepto se explicaba por una razón adicional a la tutela del crédito: la intervención de los acreedores en materia de gobierno corporativo para cercenar el problema de agencia que puede surgir en el gobierno corporativo de la empresa en crisis.

El artículo séptimo de la Ley 19/1989, de 25 de julio, de reforma parcial y adaptación de la legislación mercantil a las Directivas de la Comunidad Económica Europea (CEE) en materia de sociedades, reformó el artículo 80 de la Ley sobre Régimen Jurídico de las Sociedades Anónimas de 17 de julio de 1951. El nuevo apartado quinto

³²⁹ Vid. *Supra* III.2.4.

³³⁰ Véase, por todos, Garrigues, J. y Olivencia, M. «comentario del artículo 80», en la obra colectiva, Uría, R. y Garrigues, J. *Comentario a la Ley de Sociedades Anónimas*, tomo II, Madrid, Aguirre, tercera edición, 1976, página 190.

de dicho artículo restringió el presupuesto objetivo para el ejercicio de la acción social por parte de los acreedores: *«(l)os acreedores de la Sociedad podrán ejercitar la acción social de responsabilidad contra los Administradores cuando no haya sido ejercitada por la Sociedad o sus accionistas, siempre que el patrimonio social resulte insuficiente para la satisfacción de sus créditos»*. Esta redacción ha permanecido vigente en el artículo 134.5 del derogado Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, y en el artículo 240 de la Ley de Sociedades de Capital, actualmente en vigor.

Esta reforma proviene de la enmienda de adición número 298 (Senado), del Grupo Parlamentario Coalición Popular (CP), cuya justificación fue la siguiente: *«Mejora técnica. Además de suprimir la absurda referencia a que la acción debe tender a la reconstrucción del patrimonio social que no está en función de quien ejercita la acción social de responsabilidad, sino que es exigencia común para el ejercicio de dicha acción se precisa el caso en que cabe admitir que sean los acreedores los que ejerciten la denominada acción social»*.

Conforme a la doctrina³³¹, *«(l)a reforma (...) sustituye el criterio de la seguridad de los acreedores por el de su satisfacción, cuya determinación ofrece, aunque parezca un juego de palabras, una mayor seguridad en el ejercicio de la acción. Mientras los acreedores continúen viendo satisfechos sus créditos, pese al daño sufrido en el patrimonio social como consecuencia de la actuación lesiva de los administradores, la lesión patrimonial no les afecta de la misma manera que a los accionistas. Por mucho que se haya deteriorado el patrimonio social, su reconstrucción –que ya no reitera expresamente la ley, pero que sigue siendo el fundamento último de la acción de responsabilidad, la ejercite quien la ejercite– es irrelevante para los acreedores con tal de que sus créditos sean debidamente satisfechos a su vencimiento. Por lo tanto, hasta que no se dé la situación de insolvencia o insuficiencia patrimonial no se les concede la posibilidad de ejercitar la acción»*. Nuevamente, esta visión se basa exclusivamente en la perspectiva de este mecanismo desde la tutela del crédito,

³³¹ Véase, por todos, Polo E. «Comentario del artículo 134», en la obra colectiva *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles* (Uría, R., Menéndez, A. y Olivencia, M. dirs.), Cizur Menor, Civitas, 1996, tomo VI, *Los administradores y el consejo de administración de la sociedad anónima*, páginas 355 y siguientes (especialmente: páginas 363 a 366). En la página 318, el profesor Polo indica que el apartado quinto del artículo 134 fue objeto de modificación en la Comisión del Senado, *«suprimiendo la referencia hasta cierto punto superflua a la reconstitución del patrimonio social como finalidad de la acción y sustituyendo la grave amenaza para la garantía de sus créditos, por la exigencia, habitual en el derecho comparado, de que el patrimonio social resulte insuficiente para su satisfacción»*.

soslayando su función como instrumento de buen gobierno corporativo de la empresa en crisis³³².

5.4. *Presupuestos individuales y temporales para el ejercicio de la acción*

La Ley de Sociedades de Capital no establece los requisitos para que los acreedores, a título individual, puedan ejercitar la acción social. El recurso a la analogía, por identidad de razón (art. 4.1 CC), permite concluir que los acreedores podrán accionar si tenían un crédito frente a la sociedad y ésta se hallaba en situación de desequilibrio patrimonial cuando se produjeron los hechos (art. 206.1 LSC).

En cuanto a la exigibilidad del crédito o a la verificación de la condición suspensiva, la función invasiva de la esfera ajena que desempeña la acción subrogatoria, a diferencia de la pauliana, exige la previa persecución infructuosa del patrimonio del deudor³³³. La Ley, con buen criterio, ha liberado a los acreedores de esta exigencia. La concurrencia del presupuesto objetivo del desequilibrio patrimonial permite presumir *iuris et de iure* el fallido del crédito (acaso parcial). Conforme a esta tesis, el acreedor a plazo e incluso sometido a condición debería poder ejercitar la acción social, pues una vez vencido el término o verificada aquélla, tendría derecho a hacerlo aun sin dirigirse previamente contra la sociedad (cfr. art. 1121.I CC)³³⁴.

El derecho español, a diferencia del de *Delaware*³³⁵, no establece expresamente que la condición de acreedor deba mantenerse durante el procedimiento para evitar una posible divergencia de incentivos con el interés social. En realidad, como el producto de la acción ingresa en el patrimonio social, ese riesgo se diluye (incluso en casos de financiación del proceso o de cesión del crédito por un tercero, donde la acción de

³³² Consistentemente con su postura, el profesor Polo defiende en la página 365 la necesidad de que exista un crédito vencido y exigible, así como la previa persecución infructuosa del patrimonio del deudor como presupuestos para la atribución de legitimación a los acreedores para poder reclamar daños a los administradores.

³³³ Díez-Picazo, L. *Fundamentos del Derecho Civil Patrimonial. II Las relaciones obligatorias*, op. cit., página 895.

³³⁴ Respecto a los créditos litigiosos (art. 1535 CC), la sentencia del Tribunal Supremo (sala primera), de 26.V.1987 (RJ 1987, 3584; ponente: Alfonso Barcalá), rechazó que pudieran tratarse como créditos ordinarios a los efectos del artículo 98 de la Ley de Sociedades Anónimas de 17 de julio de 1951 (derecho de oposición de acreedores en casos de reparto de dividendos o de reducción de capital mediante restitución de aportaciones).

³³⁵ Véase *Quadrant Structured Products Co., Ltd. v. Vertin, C.A.* No. 6990-VCL, slip op., LEXIS 193 (Del.Ch. Oct. 1, 2014) –la acción social proviene, como remedio, del *equity*–.

retracto de créditos litigiosos no enervaría la demanda porque el crédito cedido no es el de la sociedad –indisponible–, sino el del acreedor).

Respecto a la legitimación de los acreedores para ejercitar la acción social cuando no se convoca la junta general para resolver sobre dicho ejercicio, la cuestión es si los plazos que han de observar los socios para el ejercicio de la acción social de responsabilidad (art. 239.1 LSC) resultan de aplicación a los acreedores³³⁶: (i) falta de convocatoria de la junta a instancia de la minoría (dos meses *ex art.* 168.II LSC); (ii) acuerdo negativo al ejercicio de la acción social; (iii) o falta de interposición de la demanda en caso de acuerdo social favorable al ejercicio de la acción social (un mes).

Respecto al primero, la postura más razonable es la que sostiene que los acreedores no se encuentran vinculados por el plazo de dos meses (art. 168.2 LSC)³³⁷, dado que carecen de legitimación para solicitar dicha convocatoria (como tampoco están legitimados para solicitar la convocatoria judicial de la junta *ex art.* 169.2 LSC)³³⁸. Por tanto, ante el presupuesto objetivo del desequilibrio patrimonial, los acreedores no están vinculados por el plazo de dos meses (que, por otra parte, no pueden conocer). El régimen sería idéntico al del acuerdo contrario al ejercicio de la acción.

³³⁶ Para la legitimación subsidiaria de los socios es necesario acreditar la ocurrencia de alguno de los supuestos que enumera el artículo 239.1 de la Ley de Sociedades de Capital: (i) falta de convocatoria de la junta general solicitada a tal fin –lo que impone un plazo de espera de dos meses *ex artículo* 168 de la Ley de Sociedades de Capital–; (ii) falta de ejercicio de la acción en el plazo de un mes, contado desde la fecha de adopción del correspondiente acuerdo; o bien (iii) adopción de un acuerdo contrario a la exigencia de responsabilidad. Los acreedores basta con que acrediten la insuficiencia del patrimonio para satisfacer sus deudas y que no haya sido ejercitada la acción social por la sociedad ni por los socios. No obstante, los acreedores deben aguardar si hay pendiente una sesión de la junta donde se va a deliberar sobre el ejercicio de la acción. Véase las posturas doctrinales citadas por el profesor Juste («Legitimación subsidiaria para el ejercicio de la acción social», *op. cit.*, página 159), que sostienen que, en caso de acuerdo de la junta para ejercitar la acción, tanto los socios como los acreedores deberían aguardar el transcurso de un mes para el ejercicio de la acción de forma subsidiaria.

³³⁷ Quijano, J. «Comentario al artículo 240», en la obra colectiva *Comentario de la Ley de Sociedades de Capital*, *op. cit.*, páginas 1721 y ss. (especialmente: página 1724), defensor de que la legitimación de los acreedores es de tercer grado, acepta esta posibilidad: «*el primer requisito implica la doble pasividad de los legitimados preferentes y, en tal sentido, es coherente con el modelo de acción social adoptado: si el fin de la acción social es reconstituir el patrimonio social dañado y la ejerce cualquiera de los legitimados previos para ello, no es necesario que lo haga el siguiente legitimado (...). Es cierto, no obstante, que los acreedores no disponen de algún mecanismo, equivalente a la solicitud de convocatoria por parte de los socios, y, en su caso, constatar la pasividad que abre su propia legitimación. Debe admitirse por ello que en casos notorios de daño constatado, y transcurrido un tiempo prudencial sin iniciativa de sociedad o socios, especialmente si hay riesgo de prescripción, puedan efectuar requerimiento formal a la sociedad, o a los socios con porcentaje suficiente, para que adopten iniciativa y, de no hacerlo, estimar que concurre falta de ejercicio de la acción y usar su legitimación subsidiaria*».

³³⁸ Con cita de opiniones doctrinales discrepantes, por todos, Juste, J. «Legitimación subsidiaria para el ejercicio de la acción social», *op. cit.*, página 158.

Respecto al segundo plazo (un mes sin que se ejercite la acción), la doctrina científica está dividida entre quienes consideran que la legitimación de los acreedores es de segundo grado y los que defienden que es de tercer grado³³⁹. El uso de la conjunción disyuntiva «o», en lugar de la copulativa «y», abona la tesis de que la legitimación subsidiaria de socios y acreedores se configure como alternativa. Esta controversia carece de relevancia, pues la acción beneficia a unos y a otros del mismo modo: de forma mediata (y en ambos casos debería haber derecho al reembolso *ex art. 239.2 LSC*³⁴⁰). Lo que hay en juego es la protección del interés social³⁴¹. Como consecuencia de la concurrencia del presupuesto objetivo del desequilibrio patrimonial, no hay justificación para exigir a los acreedores un plazo adicional al que habría de aguardar la minoría para interponer la acción. A menos que el producto de la acción pudiera servir para superar la situación de crisis, la minoría carece de incentivos (al menos económicos) para plantear la demanda; máxime si el crédito de reembolso frente a la sociedad será difícilmente cobrable en esta tesitura.

5.5. *La previa persecución del patrimonio social*

Atendiendo a la similitud de esta institución con la acción subrogatoria³⁴², se debate si la exigibilidad del crédito y la previa persecución infructuosa de bienes y derechos

³³⁹ Entre los autores que defienden la legitimación de segundo grado, véase Polo E. «Comentario del artículo 134», *op. cit.*, páginas 357 a 359 o Juste, J. «Legitimación subsidiaria para el ejercicio de la acción social», *op. cit.*, páginas 158 y 159. Quijano, J. «Comentario al artículo 240», *op. cit.*, páginas 1724 y 1725, considera sin embargo que los acreedores han de aguardar un mes adicional: «parecería razonable entender que, si los socios quedan legitimados pasado un mes sin que la sociedad ejerza la acción desde que la junta adoptó el acuerdo, ese mismo plazo debiera aplicarse a la iniciativa de los acreedores, de modo que los acreedores estarán legitimados si transcurre un mes desde que los socios lo estuvieron y estos no han ejercitado la acción». Rodríguez Artigas, F. y Marín de la Bárcena, F. «La acción social de responsabilidad», en la obra colectiva *La responsabilidad de los administradores de las sociedades de capital*, (Guerra, G. coord.), Madrid, La Ley, 2011, página 185, consideran que se trata de una legitimación doblemente subsidiaria, por lo que sostienen la aplicación analógica del plazo de un mes. También parece mantener esta tesis Alfaro, J. «La llamada acción individual de responsabilidad o responsabilidad “externa” de los administradores sociales», *InDret*, enero de 2007, página 5. La dilatación de los plazos puede resultar perjudicial para la satisfacción del crédito contra los administradores.

³⁴⁰ Si no, se daría un supuesto de enriquecimiento injusto. Ésta es, de hecho, la regla establecida por el artículo 36.5 de la Ley Concursal en materia de responsabilidad de la administración concursal por daños causados a la masa (*Vid. Infra IV.4.1*).

³⁴¹ En todo caso, los socios podrían adherirse a la acción ya entablada por los acreedores, de conformidad con el artículo 13 de la Ley de Enjuiciamiento Civil (intervención adhesiva simple).

³⁴² Al respecto, por todos, Díez-Picazo, L. *Fundamentos del derecho civil patrimonial II. Las relaciones obligatorias*, Cizur Menor, Civitas, tercera edición, 2008, página 893.

de la sociedad constituyen presupuestos para el ejercicio de la acción social³⁴³. En ambos casos, los acreedores ejercitan una acción que corresponde a su deudor. El producto ingresa en su patrimonio. Sin embargo, el artículo 240 de la Ley de Sociedades de Capital no establece estos requisitos. La única carga impuesta a los acreedores es la acreditación de que el activo no baste para satisfacer sus deudas³⁴⁴. La prueba del presupuesto objetivo constituye una presunción *iuris et de iure* de que la ejecución del crédito va a ser fallida, al menos en parte.

Además, la exigencia de estos requisitos (especialmente la previa persecución fallida del patrimonio de la sociedad) arruinaría la *ratio* de la legitimación de los acreedores desde la perspectiva del gobierno corporativo de la empresa en crisis. Aunque la legitimación de los acreedores es extraordinaria y subsidiaria, el papel que desempeñan como «*residual claimants*» (guardianes del interés social³⁴⁵), es, sin duda, «principal». La diferencia con la acción subrogatoria es que los efectos de la legitimación de los acreedores trascienden la tutela mediata de su derecho de crédito, pues su conducta puede desplegar externalidades positivas a favor del resto de «*stakeholders*» (y por eso la Ley les reconoce esa condición de «guardianes» del

³⁴³ Sobre el estado actual sobre el debate doctrinal al respecto, véase genéricamente Juste, J. «Legitimación subsidiaria para el ejercicio de la acción social», *op. cit.*, página 157, quien señala, con buen criterio que: «(t)eniendo en cuenta que la ley no señala más presupuestos que el de la insuficiencia patrimonial, pensamos que, acreditada ésta, no es necesario que el acreedor espere a que se confirme esa situación en el momento del vencimiento y exigibilidad del crédito. El posible éxito de la acción (que supone, no olvidemos, la constatación del daño causado al patrimonio social como consecuencia de la actuación de los administradores, haya causado ésta la insuficiencia o no) dará lugar a la condena a indemnizar a la sociedad, con independencia de que la situación económica de ésta mejor con posterioridad o no». A favor de la necesaria persecución previa del patrimonio del deudor, Polo E. «Comentario al artículo 134», *op. cit.*, página 359 y Alfaro, J. «Recesión a Ángel Rojo y Emilio Beltrán (directores), *La responsabilidad de los administradores sociales*, Tirant lo Blanch, Valencia, 2005», *InDret*, 2005, página 3. En contra, Rodríguez Artigas, F. y Marín de la Bárcena, F. «La acción social de responsabilidad», *op. cit.*, páginas 184 y 185.

³⁴⁴ Contra, Alfaro, J. «La llamada acción individual de responsabilidad o responsabilidad “externa” de los administradores sociales», *op. cit.*, página 5. Rodríguez Artigas, F. y Marín de la Bárcena, F. «La acción social de responsabilidad», *op. cit.*, páginas 184 y 185, argumentan que: «*en realidad no se pretende facilitar la ejecución del patrimonio del deudor en protección del acreedor determinado que desea cobrar su crédito, sino que se trata de conservar la capacidad del patrimonio social para hacer frente a todos los créditos, de forma que todos los acreedores sociales puedan beneficiarse de quien entabla la acción*». Sin embargo, esto mismo ocurre con la acción subrogatoria (art. 1111 CC). Con cita a ulterior doctrina, los autores destacan también la idea de que no es necesario que la insuficiencia del patrimonio social sea imputable a los administradores.

³⁴⁵ Como pusiera de manifiesto la doctrina civilista a propósito de la acción pauliana y de la acción subrogatoria (Díez-Picazo, L. *Fundamentos del Derecho Civil Patrimonial. II Las relaciones obligatorias*, *op. cit.*, página 881): «*el ordenamiento faculta a los acreedores, con el fin de proporcionarles una más eficaz defensa de sus derechos, para controlar la gestión patrimonial del deudor e incluso para intervenir en ella, con el objeto de conservar o de lograr la solvencia del patrimonio de aquél, que constituye el soporte o base de su garantía, y de evitar o remediar la insolvencia, sobre todo cuando es consciente o dolosamente preparada o producida*».

interés social en esta tesitura³⁴⁶). Es decir, más allá del ingreso del producto en el patrimonio social (que *per se* tiene externalidades positivas), la *amenaza* del ejercicio de la acción social por parte de los acreedores puede resultar crucial para conjurar los incentivos de los administradores opuestos al interés social (aunque el ejercicio de la acción por los acreedores no determina la destitución de los administradores afectados *ex art. 238.3 LSC*). En definitiva, en el caso de la legitimación subsidiaria y extraordinaria de los acreedores se persigue el interés social. Se trata de exigir o, mejor, amenazar *ex ante* a los administradores por actos que han causado o puedan causar un daño al patrimonio social.

5.6. *La renuncia a la acción y la transacción judicial*

La Ley de Sociedades de Capital tampoco resuelve si la renuncia a la acción o la transacción judicial priva a los acreedores de la legitimación para su ejercicio. Con carácter previo al análisis de esta cuestión, cabe recordar que la adopción, autorización o ratificación del acto o negocio jurídico lesivo por parte de la junta general no supone exoneración de responsabilidad³⁴⁷, incluso aunque fuera adoptado por unanimidad (art. 236.2 LSC)³⁴⁸. La cuestión es si debería alcanzarse esta misma conclusión en caso de renuncia a la acción o de acuerdo transaccional.

³⁴⁶ Aunque, ciertamente, el ejercicio de la acción por los acreedores no comporta la separación automática de los administradores (art. 238.3 LSC). Este efecto se limita a las situaciones donde la demanda se interpone a resultas del acuerdo de la junta (competente para nombrar y separar administradores *ex arts. 214.1 y 223.1 LSC*).

³⁴⁷ La sentencia del Tribunal Supremo (sala primera), de 25.VI.2012 (RJ 2012, 8853; ponente: Rafael Gimeno-Bayón), recuerda en su fundamento de derecho segundo que: «*no se puede deducir que la previsión estatutaria resulta suficiente para blindar los acuerdos adoptados por la junta general –y, claro está, menos aún los adoptados por los administradores–, ya que la propia Ley parte de que las decisiones de la mayoría no siempre coinciden con los intereses de la sociedad. De ahí que el artículo 204.1 de la Ley de Sociedades de Capital autoriza la impugnación de acuerdos sociales que lesionan el interés social en beneficio de uno o varios socios o de terceros. Tampoco es suficiente para eludir la responsabilidad derivada del daño a la sociedad el hecho de que los acuerdos societarios (...) no hubieran sido impugnados en su momento, (...), máxime si se tiene en cuenta que el patrimonio de la sociedad constituye la principal garantía de los acreedores sociales. De ahí que el artículo 240 de la Ley de Sociedades de Capital les autorice para el ejercicio de la acción social y la defensa de la integridad del patrimonio de la deudora*».

³⁴⁸ Cuestión distinta es que los socios que votaran a favor de la adopción del acuerdo social no puedan ir contra sus propios actos, en atención al principio de la buena fe (art. 7.1 CC). Al respecto, véase las sentencias del Tribunal Supremo (sala primera), de 18.VI.2013 (RJ 2013, 4632; ponente: Rafael Sarazá) y 11.IX.2015 (RJ 2015, 3980; ponente: Sebastián Sastre). Por ello, la posible responsabilidad de los administradores que actúan conforme a un acuerdo de junta adoptado por unanimidad requiere que el ejercicio de la acción social sea ejercitado por los acreedores (art. 240 LSC) o por la administración concursal (art. 48 *quáter* LC). Sin embargo, la titularidad de la acción social corresponde a la sociedad, por lo que la aplicación de la doctrina de los actos propios (art. 7.1 CC) puede privar a la sociedad (y, por tanto, a los acreedores) de una externalidad positiva.

Por un lado, a diferencia de la minoría, los acreedores carecen de legitimación para oponerse a la renuncia o transacción de la acción social (art. 238.2 LSC)³⁴⁹. Por tanto, siempre que se dé el presupuesto objetivo, esta circunstancia debería habilitarles para interponer la demanda oportuna inmediatamente³⁵⁰. Obligar a los acreedores a acudir al trámite de la impugnación del acuerdo de renuncia (art. 206.1.I LSC) podría resultar lesivo para el interés social.

Por otro lado, no es lo mismo que la sociedad autorice (u ordene *ex art. 161 LSC*) a los administradores para la realización de un acto o negocio jurídico que, por ser lesivo, no deberían ejecutar y que, por tanto, es generador de responsabilidad, que la renuncia al ejercicio de la acción de responsabilidad, una vez verificado el daño. Los administradores podrían alegar, en vía de excepción, la renuncia de la sociedad como hecho excluyente. De hecho, en el caso de la minoría, la Ley establece que no cabrá acordar la renuncia a la acción social si se opone la minoría que tendría legitimación para entablarla subsidiariamente (art. 238.2 LSC). No se atribuye legitimación para ejercitar la acción frente a la renuncia acordada por la mayoría, sino que se impide la renuncia misma. El artículo 238.2 es norma especial respecto a la general del 236.2 de la Ley. Por tanto, los acreedores deberán acudir al trámite de la previa impugnación del acuerdo de renuncia (o a su reintegración en caso de concurso *ex art. 71 LC*), pues, de otro modo, su pretensión en juicio podrá verse frustrada. Siempre que concurra el presupuesto objetivo del artículo 240 de la Ley, la legitimación de los acreedores para impugnar el acuerdo social de renuncia debería quedar fuera de toda duda. Los acreedores ostentarían la condición de tercero con interés legítimo a los efectos del artículo 206.1 de la Ley.

³⁴⁹ Los acreedores podrían impugnar el acuerdo social por la vía del artículo 206.1.I de la Ley, pero no estarían legitimados para oponerse a su adopción.

³⁵⁰ Juste, J. «Legitimación subsidiaria para el ejercicio de la acción social», *op. cit.*, página 159, estima que ante el silencio legal hay que interpretar que la decisión societaria de renuncia habilita a los acreedores para el ejercicio de la acción social. Advierte, sin embargo, de los efectos de cosa juzgada en caso de que se produzca una transacción homologada judicialmente. Quijano, J. «Comentario al artículo 240», *op. cit.*, página 1725, opina que: «Partiendo de la base de que la renuncia es oponible a los socios, pudiendo evitarla con el voto en contra de la minoría, pero no a los acreedores, ocurrirá en este caso que la legitimación pasa directamente de la sociedad a los acreedores, sin necesidad de ejercicio por parte de los socios, ya que la legitimación de estos no ha llegado a surgir, o ha decaído, por efecto de la renuncia. Asunto distinto es el de la transacción, pues ésta implica algún tipo de compensación, total o parcial, del daño al patrimonio social por parte de los administradores, y, en la misma medida, debe ser oponible también a los acreedores, sea extinguiendo la acción, sea minorando la indemnización reclamada».

La cuestión es aún más enrevesada si se desiste y renuncia a la acción entablada en juicio o el procedimiento ordinario concluye mediante transacción judicial (arts. 19 y 20 LEC). En este caso, los efectos de cosa juzgada impedirían la impugnación de la resolución final firme y el ejercicio de la acción con base en los mismos hechos. Concurriendo el presupuesto de la insolvencia, cabría plantear la rescisión por fraude (*sciencia fraudis*) del acuerdo transaccional (o del acto unilateral de renuncia) ex artículos 6.2, 1111 y 1290.3º del Código Civil, sin perjuicio de poder interesar la reintegración de la renuncia o del acuerdo transaccional en caso de concurso (arts. 54.4 y 72.1 LC). Los acreedores ejercitarían esta pretensión nuevamente en interés de la sociedad y en defensa del interés social.

5.7. Conflictos de interés entre minoría y acreedores

Los acreedores, como demandantes, pueden diferir del criterio de los socios a la hora de alcanzar un acuerdo transaccional³⁵¹. En realidad, se trata de una cuestión extrapolable a cualquier supuesto de legitimación extraordinaria. Sea una sociedad que dispone de activos (saldos deudores frente a terceros, no vencidos), por importe de 10, en tanto que su pasivo exigible es de 25. Los acreedores, acudiendo a su legitimación extraordinaria y subsidiaria, ejercitan la acción social contra el administrador único (solvente), que es además uno de los dos socios (51 por ciento del capital social). Alegan el incumplimiento del deber de lealtad, dado que el administrador, a la vista de la situación de la sociedad, ha operado pagos (por 80, intereses incluidos) a favor del principal acreedor de la misma, una sociedad de la que es socio de control³⁵². La sentencia de primera instancia estima la demanda, condenando al administrador al pago de 100 (80, más 10 de intereses y 10 de costas). El administrador recurre en apelación, alegando que no había conflicto de interés (por lo que opera la «*business judgment rule*» ex art. 226.1 LSC³⁵³) y, en todo caso,

³⁵¹ Véase *Quadrant Structured Products Co., Ltd. v. Vertin, C.A.* No. 6990-VCL, slip op., LEXIS 193 (Del.Ch. Oct. 1, 2014).

³⁵² Sin duda, estos hechos no constituirían incumplimiento del deber de lealtad, ya que el pago de ha hecho a la sociedad controlada por el administrador se ha hecho en su condición de acreedor (el conflicto de interés es «posicional»). Pero el ejemplo es válido para valorar la conveniencia de alcanzar un acuerdo transaccional. La tutela de los acreedores pasaría en este caso por solicitar la declaración de concurso para, en su caso, promover una acción de reintegración (art. 71 LC). Véase la sentencia de la sala primera del Tribunal Supremo, de 24.VI.2015 (RJ 2015, 2769; ponente: Sebastián Sastre).

³⁵³ El ejercicio de la acción social de responsabilidad por los acreedores no priva a los administradores de la protección de la discrecionalidad empresarial que les atribuye el artículo 226 de la Ley de Sociedades de Capital (el equivalente de la «*business judgment rule*» del derecho de sociedades estadounidense). Al respecto, véase *Production Resources Group L.L.C. v. NCT Group Inc.*, 863 A.2d 772 (Del.Ch. 2004).

que el crédito de la sociedad acreedora era líquido, vencido y exigible, de modo que si el resto de los acreedores querían gozar de una regla de paridad de trato, deberían haber solicitado la declaración de concurso necesario del deudor. Subsidiariamente, solicita que se modifique la condena, alegando que el daño es el coste de oportunidad, la rentabilidad que podría haberse obtenido en un proyecto alternativo o la reducción del coste de financiación de la sociedad, si hubiera atendido al pago de otras deudas vencidas, líquidas y exigibles (25). Los escenarios de la decisión del tribunal *ad quem*, así como las probabilidades y pagos asociados a los mismos, son los siguientes³⁵⁴:

Escenarios	Probabilidad	Condena	Esperanza
Desestimación del recurso de apelación	25%	105 €	43 €
Estimación parcial del recurso de apelación	70%	25 €	
Estimación del recurso de apelación	5%	-10 €	

Antes de que venza el plazo para presentar el escrito de oposición al recurso de apelación, los acreedores reciben una oferta del administrador para alcanzar un acuerdo transaccional, por importe de 20. Los acreedores, que estiman que la recuperación de los saldos deudores de la sociedad será de la mitad (esperanza: 5), ven con muy buenos ojos esta oferta, pues el activo resultante sería 25, suficiente para cobrar la totalidad de sus créditos (25). Con este acuerdo transaccional orillan el riesgo de que se estime el recurso, del que les ha advertido su abogado. Sin embargo, el socio minoritario (49 por ciento) comunica a los acreedores que no está de acuerdo con ese acuerdo transaccional, pues en caso de estimación parcial existiría un excedente de 5 del que le correspondería en torno a la mitad (2,5) (por no hablar del supuesto de desestimación del recurso: 42,5). Frente a ello, los acreedores alegan que han litigado a su costa (sin perjuicio de su derecho de repetir el pago *ex art. 239.2 LSC* por analogía) y que el socio minoritario podría haber ejercitado la acción o incluso coadyuvado (arts. 239.1 LSC y 13 LEC), máxime cuando se trataba de un supuesto de legitimación extraordinaria directa del socio, al haberse alegado la infracción del deber de lealtad (art. 239.1.II LSC).

Pues bien, dado que la decisión de celebrar el acuerdo transaccional no es lesiva para el *interés de la sociedad* (ya que la oferta tiene contenido positivo), hay dos opciones

³⁵⁴ La renta negativa asociada al último escenario se explica por la condena al pago de las costas causadas en primera instancia (10). Asimismo, la renta en el primer escenario se incrementa en el crédito resarcitorio por las costas, en vista de la desestimación del recurso de apelación –que se establece en 5– (arts. 394 y 398 LEC).

igualmente aceptables: pactar o aguardar a la resolución del recurso. Ambas presentan valor actual neto positivo (5 y 43). No hay perjuicio de terceros (arts. 6.2 CC y 19.1 LEC), pues la sociedad no sufre daño alguno, mientras que el conflicto de interés expuesto ha de entenderse en términos de *oportunidad*. Las dos opciones se valoran de forma distinta por los socios y por los acreedores, según quién ostente la condición de «*residual claimants*» (*Vid. Supra* II.3). En consecuencia, el acuerdo transaccional debería ser aprobado judicialmente (art. 19.2 LEC).

5.8. *Carencias de la legitimación subsidiaria como mecanismo de gobierno corporativo*

La atribución de legitimación subsidiaria como instrumento de gobierno corporativo de la empresa en crisis presenta ciertas carencias. Para empezar, el ejercicio de la acción social no conlleva las mismas consecuencias según si el ejercicio corresponde al legitimado principal o a los subsidiarios. Únicamente en el primer caso se produce el cese automático de los administradores sociales (art. 238.3 LSC)³⁵⁵. Por otro lado, el carácter subsidiario de la legitimación de los acreedores no impide el ejercicio de la acción por el legitimado principal (la sociedad). Así, podría ocurrir que se ejercitara una acción social promocionada por los socios mayoritarios (o se amenazara con su ejercicio) ante un plan de desinversión de activos cuyo producto estuviera destinado a amortizar deuda de forma anticipada, en lugar de invertir en otros proyectos. Con todo, los administradores sociales deberían quedar amparados por la protección de la discrecionalidad empresarial *ex* artículo 226.1 de la Ley de Sociedades de Capital.

³⁵⁵ Como indica Juste, J. «Legitimación subsidiaria para el ejercicio de la acción social», *op. cit.*, página 123, «*la disposición sobre el cese es reflejo de la pérdida de confianza de los socios mayoritarios, que por definición no se produce en los casos de ejercicio por los legitimados subsidiarios indirectos*». Véase al respecto la sentencia del Tribunal Supremo (sala primera) de 4.XI.2011 (RJ 2012, 1249; ponente: Rafael Gimeno-Bayón).

6. La «responsabilidad externa» de los administradores frente a los acreedores: la «acción individual». Efectos sobre el gobierno corporativo de la empresa en crisis

6.1. *La acción individual no es un mecanismo de gobierno corporativo (tampoco la responsabilidad por deudas ex lege del art. 367 LSC)*

La «responsabilidad externa de los administradores» (art. 241 LSC³⁵⁶) no es un instrumento de gobierno corporativo³⁵⁷. El propósito de la acción individual es diametralmente opuesto al reconocimiento de legitimación extraordinaria y subsidiaria a los acreedores para el ejercicio de la acción social como instrumento de gobierno corporativo (*Vid. Supra* III.5)³⁵⁸. En la acción social, el acreedor actúa en defensa del interés social, tutelando (acaso indirectamente) su derecho de crédito de forma mediata o refleja³⁵⁹. Por el contrario, la acción individual tutela exclusivamente la esfera patrimonial del acreedor³⁶⁰, en su condición de titular de un crédito frente a la sociedad y sin tener en cuenta sus derechos políticos eventuales³⁶¹.

La responsabilidad por deudas *ex lege* de los administradores por no cumplir con sus deberes ante una situación de desequilibrio patrimonial tampoco es una medida de

³⁵⁶ Alfaro, J. acuñó este término por contraposición a la esfera interna de la responsabilidad (la acción social): «La llamada acción individual de responsabilidad o responsabilidad “externa” de los administradores sociales», *op. cit.*, página 3.

³⁵⁷ Esteban, G. «Comentario del artículo 241», en la obra colectiva *Comentario de la Ley de Sociedades de Capital*, *op. cit.*, páginas 1728 y ss. (especialmente: página 1729) afirma que la «acción individual» es un instrumento más de control de los administradores. Se refiere, no obstante, a que el artículo 241 de la Ley de Sociedades de Capital confirma la aplicación del régimen general en materia de responsabilidad civil extracontractual, de modo que la conducta dañosa de los administradores en el ejercicio de su cargo no queda en todo caso impune frente la interposición de demandas por terceros, en virtud de su posición orgánica.

³⁵⁸ Y ello, quede claro, sin obviar la finalidad que también puede tener el ejercicio de la acción social de responsabilidad en la tutela mediata del interés patrimonial de los acreedores. Sin embargo, si es el propósito principal del acreedor, existen otros medios de tutela de su crédito más expeditivos que operan de forma directa (si concurren los presupuestos necesarios para ello): singularmente la acción de responsabilidad solidaria *ex lege* por las deudas sociales *ex* artículo 367 de la Ley de Sociedades de Capital.

³⁵⁹ Véase, por todas, las sentencias del Tribunal Supremo (sala primera), de 23.X.2009 (RJ 2009, 7272; ponente: Jesús Corbal) y 20.VI.2013 (RJ 2013, 5187; ponente: Rafael Sarazá).

³⁶⁰ No se analiza en este trabajo la responsabilidad externa de los administradores frente a los socios, pues su estudio trasciende su finalidad.

³⁶¹ El legislador italiano, sin embargo, ha establecido la responsabilidad de los administradores sociales frente a los acreedores por los daños sufridos directamente en su patrimonio (artículo 2395 del *Codice Civile*) y por infringir el deber de conservar la integridad del patrimonio social (artículo 2394).

buen gobierno corporativo ni tutela los intereses de los acreedores frente al conflicto de interés expuesto³⁶² (arts. 363.1 e y 367 LSC). Frente al celo del derecho de la insolvencia en la continuidad de la actividad de la empresa insolvente pero económicamente viable, atendiendo de forma mediata al cumplimiento de la función solutoria (art. 44 LC), la disolución forzosa de sociedades no atiende necesariamente al interés de los acreedores *anteriores* (acaso a los *posteriores*), sino que opera como una sanción (la expulsión del mercado). Una sociedad con una cifra elevada de capital social y que haya repartido reservas en años anteriores puede resultar expulsada del mercado por las pérdidas de un ejercicio que no traigan causa del fallido económico (sino, por ejemplo, debido a la operativa de derivados) ni, por supuesto, de una situación de insolvencia. Salvo que sea posible transmitir la empresa como unidad económica en funcionamiento y obtener un precio equivalente al valor actual de los flujos de caja libre futuros, la disolución es perjudicial para los acreedores *anteriores*. Por tanto, el severo régimen de responsabilidad de los administradores frente a los acreedores *posteriores* a la ocurrencia de la causa de disolución no convierte al derecho de sociedades en uno particularmente celoso de la protección del interés de los acreedores ante el problema de agencia del que trata este trabajo³⁶³.

6.2. *Los efectos de la «acción individual» desde la perspectiva del gobierno corporativo de la empresa en crisis*

Sin embargo, el efecto que puede tener la amenaza del ejercicio de la acción individual sobre el foco de atención de los administradores sí que puede influir en la promoción del interés social (especialmente si no han cubierto su responsabilidad frente a estos «terceros»)³⁶⁴. En situaciones de insolvencia donde los socios puedan hallarse «*out of the money*», la promoción del interés social por parte de los administradores puede llevar a los socios al ejercicio de una acción individual de responsabilidad, para mantener sus incentivos alienados con los suyos. Sería el caso, por ejemplo, de la negociación del tipo de canje de un aumento de capital por compensación de créditos en el marco de un acuerdo de refinanciación alternativo a la declaración de concurso, donde se contempla una prima de asunción o emisión «testimonial» (*Vid. Infra*

³⁶² *Vid. Supra* II.3 y V.2.

³⁶³ En contra, recientemente, Gurrea, A. «El ineficiente diseño de la legislación concursal española: Una propuesta de reforma a partir de la experiencia comparada y de un análisis económico del Derecho concursal», *op. cit., passim*.

³⁶⁴ Aspecto que queda señalado para el oportuno análisis empírico de la cuestión.

X.3)³⁶⁵. La amenaza del ejercicio de estas acciones puede influenciar a los administradores en su cometido: la promoción del interés social, sean quienes sean los «*stakeholders*» sobre los que recae la condición de «*residual claimants*».

6.3. La antijuridicidad de la conducta dañosa

En la acción individual, la antijuridicidad de la conducta –*rectius*, el acto u la omisión dañosa– no debería ser el incumplimiento de los deberes fiduciarios de los administradores. Los administradores no deben lealtad ni diligencia en el ejercicio de su cargo a los socios o a los acreedores³⁶⁶. La sociedad es la única destinataria de estos deberes (arts. 209 y 227 LSC)³⁶⁷. La atribución de derechos políticos a los «*stakeholders*» con incentivos más alineados con el interés social en cada momento (socios o acreedores), incluida la legitimación extraordinaria y subsidiaria para el ejercicio de la acción social, es una medida de buen gobierno corporativo que no implica, *stricto sensu* (otra cosa son las implicaciones prácticas), que los administradores deban actuar frente a dichos «*stakeholders*» como representantes leales (cfr. art. 227 LSC). Se trata de la misma razón por la que no procede el ejercicio

³⁶⁵ Frente a la posibilidad de impugnar el acuerdo social sobre la base de una hipotética abusividad (art. 204.1.II LSC) –*Vid. Supra* II.2–, ténganse en cuenta los efectos que puede tener en la práctica la nueva presunción *iuris tantum* de dolo o culpa grave en la generación o agravación de la insolvencia del artículo 165.2 de la Ley Concursal (*Vid. Infra* IX).

³⁶⁶ Así se ha venido sosteniendo asimismo en el derecho societario estadounidense. Véase *Geyer v. Ingersoll Publications Co.*, 621 A.2d 784, 787 (Del.Ch. 1992): «(t)he general rule is that directors do not owe creditors duties beyond the relevant contractual terms absent “special circumstances ... e.g. fraud, insolvency, or a violation of a statute ...”». Véase la nota al pie siguiente a propósito del significado de «*the insolvency exception*».

³⁶⁷ Lo expone de forma muy clara Alfaro, J. «La llamada acción individual de responsabilidad o responsabilidad “externa” de los administradores sociales», *op. cit.*, página 6. En la nota a pie cita la sentencia de la Audiencia Provincial de Gerona (sección primera) de 1.III.2001 (JUR 2001, 176621; ponente: Juan Gonzalo Escobar): «no es de recibo el argumento de la parte recurrente, en el sentido de considerar que el hecho de no advertir a la parte demandante sobre las dificultades económicas de la empresa constituye ese acto dañoso, ya que los deberes de lealtad y secreto, efectivamente existentes para los administradores, son debidos a la empresa y no a los acreedores». Frente a ello, el profesor Alfaro critica que el Tribunal Supremo confunda la negligencia de la responsabilidad por culpa del artículo 1902 del Código Civil, con el deber de diligencia de los administradores sociales ex artículo 225 de la Ley de Sociedades de Capital. Cita, como ejemplo, la sentencia del Tribunal Supremo (sala primera) de 28.V.2005 (Ar. 5755; ponente: Xavier O’Callaghan), donde un acreedor se dirigía contra los administradores por el impago de determinadas facturas. Se afirma que la responsabilidad a la que hace referencia el artículo 241 de la Ley de Sociedades de Capital: «es de carácter subjetivo, deriva de la falta de diligencia en el desempeño del cargo de administrador (así, sentencias de 24.XII.2002 (RJ 2002, 10969) y 18.IX.200 (RJ 2003, 607)», matizando que «como dice la sentencia de 14.XI.2002 (RJ 2002, 9762) “es necesario que se cumplan los supuestos exigidos en el artículo 1902 del Código civil para poder exigir esta clase de responsabilidades extracontractuales”; y añade la de 6.III.2003 (RJ 2003, 2547) que esta “acción no es de responsabilidad por deuda, sino resarcitoria de daño, por lo que no nacería con el mero incumplimiento contractual (...)”. Las sentencias de instancia han negado explícitamente la falta de diligencia de los administradores, han resaltado la crisis económica que fue causa del impago, del que deduce la sociedad demandante la negligencia».

de la acción individual, sino la social, cuando el daño sufrido por el socio o acreedor es indirecto³⁶⁸. Por tanto, aunque el estándar de actuación diligente es el de un ordenado empresario (art. 225.1 LSC), la conducta dañosa no debería asociarse al incumplimiento de los deberes fiduciarios de los administradores (ni de la Ley o de los estatutos), sino a la inobservancia del deber objetivo de cuidado frente a terceros en el marco de la labor orgánica que desempeñan los administradores³⁶⁹. Esta distinción en la conceptualización de la «antijuridicidad de la conducta» se compadece bien con la diferente naturaleza de ambas acciones. La acción social es de carácter contractual, mientras que la individual, aunque se contemple en la Ley de

³⁶⁸ Véase, entre otras, las sentencias del Tribunal Supremo (sala primera) de 20.VI.2013 (RJ 2013, 5187; ponente: Rafael Sarazá) y 13.VII.2016 (RJ 2016, 3191; ponente: Ignacio Sancho). Además de la relación de causalidad directa, el daño deberá ser imputable objetiva o causalmente a los administradores, quienes deberán haber actuado con dolo o culpa (criterios de imputación subjetiva). Al respecto, por ejemplo, la sentencia del Tribunal Supremo (sala primera) de 11.XI.2011 (RJ 2012, 1498; ponente: José Ramón Ferrándiz), en cuyo fundamento de derecho tercero se indica que: «(l)a relación causal, como expusimos en la sentencia 798/2008, de 9 de octubre (RJ 2008, 6042), se reconstruye, en una primera fase, mediante la aplicación de las reglas de la "condicio sine qua non" -conforme a la que toda condición, por ser necesaria o indispensable para el efecto, es causa del resultado- y de la "equivalencia de condiciones" -según la cual, en el caso de concurrencia de varias, todas han de ser consideradas iguales en su influencia causal si, suprimidas imaginariamente, la consecuencia desaparece también-. Solamente afirmada la relación causal según las reglas de la lógica y ya en una segunda fase, habrá que identificar la causalidad jurídica, permitiendo la entrada en juego de criterios normativos que justifiquen o no la imputación objetiva de un resultado a su autor, en función de que permitan otorgar, previa discriminación de todos los antecedentes causales del daño y de su verdadera dimensión jurídica, la calificación de causa a aquellos que sean relevantes o adecuados para producir el efecto». Las excepciones que contempla la teoría de la causalidad adecuada a la *condicio sine qua non* y a la teoría de la equivalencia de las condiciones son: el riesgo general de la vida, la prohibición de regreso, la provocación, el incremento del riesgo, el fin de la protección de la norma y la propia adecuación. Véase al respecto, Pantaleón, F. «Comentario del artículo 1902», en la obra colectiva *Comentario del Código Civil* (Paz-Ares, C., Bercovitz, R., Díez-Picazo, L. y Salvador, P. dirs.), Madrid, Ministerio de Justicia, segunda edición, 1993, páginas 1971 y ss. (especialmente: 1985 a 1988); Xiol, J.A. «La imputación objetiva en la jurisprudencia reciente del Tribunal Supremo», *Revista de Responsabilidad Civil y Seguros*, número 84, 2010, páginas 6 y siguientes; y Salvador, P. y Fernández, A. «Causalidad y responsabilidad», *Indret*, enero de 2006, tercera edición.

³⁶⁹ Véase Alfaro, J. «La llamada acción individual de responsabilidad o responsabilidad "externa" de los administradores sociales», *op. cit.*, página 7; y «Recensión a Ángel Rojo y Emilio Beltrán (directores), *La responsabilidad de los administradores*, Tirant lo Blanch, Valencia, 2005», *op. cit.*, página 6. En el mismo sentido, Muñoz Pérez, A.F. «Presupuestos de la responsabilidad de los administradores», en la obra colectiva *La responsabilidad de los administradores de las sociedades de capital*, *op. cit.*, páginas 127 a 131; Roncero, A., «La acción individual de responsabilidad», en la obra colectiva *La responsabilidad de los administradores de las sociedades de capital*, *op. cit.*, páginas 207 a 211; y Marín de la Bárcena, F. *La acción individual de responsabilidad frente a los administradores de sociedades de capital* (art. 135 LSA), Madrid, Marcial Pons, 2005, página 181, quien indica que: «la responsabilidad frente a socios o terceros no deriva del incumplimiento del deber de administrar, entendido como deber de prestación que integra la relación jurídica de administración que les vincula con la sociedad, sino de emplear la diligencia de un "ordenado empresario" en el cumplimiento de un deber objetivo de cuidado en relación con la esfera personal de los socios individualmente considerados y los terceros potencialmente afectados por su actuación: no dañarles y evitar lo que les dañe en el ámbito de su posición de garantes». Contra, Esteban, G. «La acción individual de responsabilidad», en la obra colectiva *La responsabilidad de los administradores de las sociedades mercantiles*, Valencia, Tirant lo Blanch, quinta edición, 2013, página 179.

Sociedades de Capital, es una manifestación de la responsabilidad aquiliana³⁷⁰ del artículo 1902 del Código Civil³⁷¹.

³⁷⁰ Entre la doctrina científica, por todos, Alfaro, J. «La llamada acción individual de responsabilidad o responsabilidad “externa” de los administradores sociales», *op. cit.*, página 4; y «Recensión a Ángel Rojo y Emilio Beltrán (directores), *La responsabilidad de los administradores*, Tirant lo Blanch, Valencia, 2005», *op. cit.*, página 7. Véase, asimismo, Esteban, G. «La acción individual de responsabilidad», *op. cit.*, páginas 176 y 177, y «Comentario del artículo 241», *op. cit.*, página 1730; y Marín de la Bárcena, F. *La acción individual de responsabilidad frente a los administradores de sociedades de capital (art. 135 LSA)*, *op. cit.*, páginas 169 y 170. En contra, Saldaña, B. *La acción individual de responsabilidad. Su significación en el sistema de responsabilidad de los administradores sociales. Estudio jurisprudencial*, Valencia, Tirant lo Blanch, 2009, páginas 208 a 212 (especialmente: página 210). Según este autor, el carácter extracontractual de la responsabilidad frente a socios y acreedores llevaría a la exigencia de un estándar de conducta que se compadeciera con el de un buen padre de familia. La jurisprudencia no ha sido siempre clara respecto a la naturaleza de la responsabilidad derivada de la acción individual (véase, por ejemplo, la sentencia de 7.V.2004 -RJ 2004, 2155; ponente: Román García Varela-, cuyo fundamento de derecho segundo establece que: «*la presunta nitidez de la naturaleza extracontractual de la responsabilidad de los administradores frente a quienes no sean socios se desdibuja en gran medida cuando, como suele suceder en la práctica y ocurre también en el caso examinado, la acción se ejercita contra el administrador o administradores por un acreedor social que lo es precisamente en virtud de uno o varios contratos celebrados con la sociedad a través del propio administrador*»). En realidad, en ese caso no debería prosperar la acción individual. La controversia traía causa de la discusión sobre el plazo de prescripción aplicable, cuestión que queda ahora resuelta (el art. 241 *bis* LSC ratifica el plazo cuatrienal). Ahora bien, como argumenta el profesor Roncero, «La acción individual de responsabilidad», en la obra colectiva *La responsabilidad de los administradores de las sociedades de capital*, *op. cit.*, páginas 204 a 212 (especialmente: página 207), la discusión es aún relevante cuando se demanda a todos los miembros del órgano de administración. En el caso de la acción social, como es sabido, los administradores responden de forma solidaria frente a la sociedad, salvo que acrediten que, no habiendo intervenido en su adopción y ejecución, desconocían su existencia o, conociéndola, hicieron todo lo posible para evitar el daño o, al menos se opusieron expresamente a él (art. 237 LSC).

³⁷¹ Entre la doctrina civilista, por todos, Pantaleón, F. «Comentario del artículo 1902», *op. cit.*, páginas 1994 y 1995. Sostiene que el requisito de la antijuridicidad de la conducta dañosa resulta inconsistente con el carácter resarcitorio de la responsabilidad civil extracontractual. La antijuridicidad de la conducta dañosa haría innecesario el juicio de imputación subjetiva del daño: «*la culpa del dañante no es sino una de las razones por las que el ordenamiento considera justo (o económicamente eficiente) trasladar la carga dañosa al responsable: uno de los criterio de imputación de responsabilidad*». Véase también Díez-Picazo, L. *Fundamentos del derecho civil patrimonial V. La responsabilidad civil extracontractual*, Cizur Menor, Civitas, 2011, página 297. La afirmación de la existencia de un deber de cuidado frente a terceros debe entenderse en el sentido de que, concurriendo daño, nexo causal e imputabilidad objetiva, el demandado responderá si su actuación frente a dicho tercero fue dolosa o culpable (de conformidad con el estándar de conducta aplicable). Ahora bien, no cabe confundir la falta de tipicidad de la antijuridicidad de la conducta con la determinación del daño indemnizable. Como han puesto de manifiesto Salvador, P., Terra, A., Vega, A., Ginès, A. y Gálvez, S. «Deberes de eficiencia y libertad de actuar», *InDret*, octubre de 2014, páginas 35 y 36 (especialmente: página 35): «*es relevante aquí la doctrina sobre el daño puramente económico («pure economic loss»). Son daños puramente económicos aquellos que no resultan de un daño causado a bienes o derechos de la víctima («property damages») o que, si esta es una persona física, no derivan de un daño personal a esta misma («personal injury»). En el ejemplo clásico, el empleador del trabajador que ha sufrido un accidente de circulación carece de acción por las pérdidas exclusivamente económicas que experimenta como consecuencia de haberse visto privado de los servicios de su empleado mientras dura el tiempo de su baja laboral. En cambio, el empleado mismo tiene una pretensión indemnizatoria contra el causante del accidente por los daños personales sufridos y por las pérdidas económicas derivadas del tiempo de baja («loss of profit»)*».

Así, la acción individual puede prosperar aunque los administradores sociales no vulneren norma alguna en el ejercicio de su cargo. Y a la inversa, esta acción debería desestimarse cuando se basa en el incumplimiento de los deberes de los administradores, pues, en ese caso, la acción oportuna es la social (el daño causado al tercero será indirecto).

La sala primera del Tribunal Supremo había clarificado frente a la vaguedad del artículo 236.1 de la Ley de Sociedades de Capital –que no diferencia la «antijuridicidad de la conducta» atendiendo a la condición del perjudicado–, que la sociedad es la única destinataria de los deberes fiduciarios³⁷²: *«una actuación beneficiosa para la sociedad administrada, adecuada a la diligencia del ordenado empresario y del representante leal, puede resultar perjudicial para el tercero (...). El administrador debe ser leal a la sociedad, a la que ha de administrar como un ordenado empresario, no a los terceros con quienes ningún vínculo mantiene»*³⁷³. Sin embargo, la reciente doctrina jurisprudencial sostiene que la responsabilidad

³⁷² El profesor Alfaro sostiene que este precepto debe ser interpretado de forma sistemática con el artículo 241 de la Ley (Alfaro, J. «La llamada acción individual de responsabilidad o responsabilidad “externa” de los administradores sociales», *op. cit.*, página 5).

³⁷³ Fundamento de derecho segundo de la sentencia de 30.V.2008 (RJ 2008, 4166; ponente: Jesús Corbal), que también establece que: *«(e)n la actuación de los administradores sociales del caso no concurre una conducta fraudulenta o negligente en el ejercicio de su cargo que se conecte causalmente en relación directa, como exige el art. 135 LSA, con el perjuicio sufrido por la entidad actora. Este perjuicio se deriva de la actuación de la sociedad, sujeto de derecho con personalidad jurídica autónoma, que, ante la alternativa que se encontraba, optó por dar satisfacción económica a una empresa en detrimento de otra, y la actuación de los administradores, como órgano de la sociedad, precisada de personas físicas para su operatividad jurídica, no se individualiza respecto del ente social, sino que se integra plenamente en la organicidad de la sociedad, que no es susceptible de una valoración individual, con secuencia de responsabilidad, independiente de por quién actuaron como representantes necesarios»*.

externa puede derivar de la inobservancia de los deberes de diligencia y lealtad³⁷⁴. Aunque este criterio podría incrementar las demandas a instancias de acreedores, lo cierto es que el requisito de que el daño sea directo dificultará que pueda prosperar la acción si está basada exclusivamente en el incumplimiento de esos deberes (es decir, la controversia reside en el criterio de imputación subjetiva, pero antes hay que superar la relación de causalidad y la imputación objetiva). Además, esta misma línea jurisprudencial ha endurecido los elementos para el ejercicio de esta acción, pues exige, más allá de la exigencia de un deber objetivo de cuidado (art. 1902 CC), que la conducta dañosa suponga el «*incumplimiento de un deber legal cualificado*»³⁷⁵.

³⁷⁴ Sentencia del Tribunal Supremo (sala primera), de 18.IV.2016 (RJ 2016, 1342; ponente: Ignacio Sancho) –fundamento de derecho tercero–: «*Esta Sala viene entendiendo que la acción individual de responsabilidad de los administradores «supone una especial aplicación de responsabilidad extracontractual integrada en un marco societario, que cuenta con una regulación propia (art. 135 TRLSA), y en la actualidad art. 241 LSC), que la especializa respecto de la genérica prevista en el art. 1902 CC (SSTS de 6 de abril de 2006 (RJ 2006, 1892), 7 de mayo de 2004 (RJ 2004, 2155), 24 de marzo de 2004 (RJ 2004, 2066), entre otras). Se trata de una responsabilidad por "ilícito orgánico", entendida como la contraída en el desempeño de sus funciones del cargo» (Sentencias 242/2014, de 23 de mayo (RJ 2014, 2943), y 737/2014, de 22 de diciembre (RJ 2014, 6885)). Para su apreciación, la jurisprudencia requiere del cumplimiento de los siguientes requisitos: (i) un comportamiento activo o pasivo de los administradores; (ii) que tal comportamiento sea imputable al órgano de administración en cuanto tal; (iii) que la conducta del administrador sea antijurídica por infringir la ley, los estatutos o no ajustarse al estándar o patrón de diligencia exigible a un ordenado empresario y a un representante leal; (iv) que la conducta antijurídica, culposa o negligente, sea susceptible de producir un daño; (v) el daño que se infiere sea directo al tercero que contrata, sin necesidad de lesionar los intereses de la sociedad; y (vi) la relación de causalidad entre la conducta antijurídica del administrador y el daño directo ocasionado al tercero (sentencias 131/2016, de 3 de marzo (RJ 2016, 801); 396/2013, de 20 de junio; 395/2012, de 18 de junio (RJ 2012, 8990); 312/2010, de 1 de junio; y 667/2009, de 23 de octubre (RJ 2009, 7272), entre otras)». En el mismo sentido, la sentencia de 13.VII.2016 (RJ 2016, 3191; ponente: Ignacio Sancho).*

³⁷⁵ *Idem* –fundamento de derecho tercero–: «*Con carácter general, debemos recordar que no puede recurrirse indiscriminadamente a la vía de la responsabilidad individual de los administradores por cualquier incumplimiento contractual de la sociedad. De otro modo supondría contrariar los principios fundamentales de las sociedades de capital, como son la personalidad jurídica de las mismas, su autonomía patrimonial y su exclusiva responsabilidad por las deudas sociales, u olvidar el principio de que los contratos sólo producen efecto entre las partes que los otorgan, como proclama el artículo 1257 del Código Civil (sentencias 131/2016, de 3 de marzo; y 242/2014, de 23 de mayo). (...) Debe existir un incumplimiento más nítido de un deber legal al que pueda anudarse de forma directa el impago de la deuda social. De otro modo, si los tribunales no afinan en esta exigencia, corremos el riesgo de atribuir a los administradores la responsabilidad por el impago de las deudas sociales en caso de insolvencia de la compañía, cuando no es ésta la mens legis. La ley, cuando ha querido imputar a los administradores la responsabilidad solidaria por el impago de las deudas sociales en caso de incumplimiento del deber de promover la disolución de la sociedad, ha restringido esta responsabilidad a los créditos posteriores a la aparición de la causa de disolución (art. 367 LSC). Si fuera de estos casos, se pretende, como hace la demandante en su demanda, reclamar de la administradora la responsabilidad por el impago de sus créditos frente a la sociedad, debe hacerse un esfuerzo argumentativo, del que carece la demanda, por mostrar la incidencia directa del incumplimiento de un deber legal cualificado en la falta de cobro de aquellos créditos».* Las sentencias del Tribunal Supremo (sala primera) de 23.V.2014 (RJ 2014, 2943; ponente: Sebastián Sastre) y 3.III.2016 (RJ 2016, 801; ponente: Pedro José Vela) estiman que concurre incumplimiento de un deber legal cualificado, por ejemplo, en los casos de la obligación legal de garantizar la devolución de las cantidades entregadas a cuenta por el comprador de una vivienda habitual (art. 1 de la Ley 57/1968). Sin duda, lo mismo ocurre en el supuesto del artículo 363.1.e) de la Ley de Sociedades de Capital.

6.4. *Los administradores no responden solidariamente con el deudor por las deudas sociales*

La regla, corolario de lo anterior, es que los administradores sociales no responden solidariamente por las deudas sociales cuando el deudor es insolvente (lo contrario sería inconsistente con la personación de la sociedad y el principio de relatividad de los contratos *ex art. 1257 CC*)³⁷⁶. No obstante, nuestro ordenamiento jurídico conoce dos excepciones a esta regla. La primera tiene lugar cuando se incumplen los deberes de convocar a la junta general o de instar la disolución judicial, cuando la sociedad se halla en causa de disolución, como consecuencia de incurrir en pérdidas que reducen el patrimonio neto a una cifra inferior a la mitad del capital social, a menos que

³⁷⁶ Sentencias del Tribunal Supremo (sala primera) de 18.IV.2016 (RJ 2016, 1342; ponente: Ignacio Sancho) y 13.VII.2016 (RJ 2016, 3191; ponente: Ignacio Sancho).

concurra el presupuesto objetivo del concurso³⁷⁷. Sin duda, este deber es un ejemplo paradigmático de «deber legal cualificado», por lo que cabe plantear si existe justificación para mantener el doble régimen de responsabilidad en estos casos, pues la normativa comunitaria no exige un remedio tan severo como el del artículo 367 de la Ley de Sociedades de Capital³⁷⁸. La sobreprotección que otorgan la responsabilidad solidaria y la exención de acreditar la relación de causalidad provoca, por otro lado, una menor diligencia por parte de los acreedores a la hora de contratar. Además, la jurisprudencia del Tribunal Supremo ha facilitado la carga de los acreedores al reconocer que la facilidad probatoria corresponde al administrador (art. 217.7 LEC);

³⁷⁷ Véase los artículos 363 a 367 de la Ley de Sociedades de Capital, y 2.2 de la Ley Concursal. La conocida como «responsabilidad por deudas» ha sido calificada como una «responsabilidad solidaria *ex lege*», que no requiere de la prueba de la relación de causalidad (ni de criterios de imputación objetiva). Véase la sentencia del Tribunal Supremo (sala primera), de 14.V.2007 (RJ 2007, 3554; ponente: Juan Antonio Xiol). No se trata de una responsabilidad objetiva o cuasi-objetiva, pues la imputación subjetiva deriva de «una negligencia de los administradores consistente en que, conocedores de la situación patrimonial de la sociedad, no proceden como exige la Ley». (véase Beltrán, E. «La responsabilidad de los administradores por las deudas sociales», en la obra colectiva *La responsabilidad de los administradores de las sociedades mercantiles*, *op. cit.*, página 282). La sentencia del Tribunal Supremo (sala primera) de 12.III.2010 (RJ 2010, 2345; ponente: Juan Antonio Xiol), indica en su fundamento de derecho quinto que esta acción «no exige la concurrencia de más negligencia que la consistente en omitir el deber de promover la liquidación de la sociedad mediante convocatoria de la Junta o solicitando que se convoque judicialmente cuando sea el caso (...). Tampoco es menester que se demuestre la existencia de una relación de causalidad entre el daño y el comportamiento del administrador, sino que la imputación objetiva a éste de la responsabilidad por las deudas de la sociedad se realiza *ope legis*». Sin embargo, la sentencia del Tribunal Supremo (sala primera), de 13.VI.2012 (RJ 2012, 8187; ponente: Rafael Gimeno-Bayón), establece en su fundamento de derecho tercero que aunque no es necesario probar el daño ni el nexo causal, sí que hay que acreditar la imputación causal. La sentencia del Tribunal Supremo (sala primera) de 30.VI.2010 (RJ 2010, 5694; ponente: Rafael Gimeno-Bayón) fundamenta que esta responsabilidad no tiene naturaleza sancionadora en que: «(1) el hecho de que no sólo determina un efecto negativo para el administrador, sino un correlativo derecho para los acreedores; y (2) que la norma no impide al administrador subrogarse en la posición del acreedor y repetir contra la sociedad con éxito en el caso de que la sociedad, pese a estar incurrida en causa de disolución, tenga bienes suficientes para atender su crédito». Este aspecto resulta de suma importancia en caso de concurso del administrador (cfr. art. 92.4º LC), para habilitar el ejercicio de la acción de subrogación (art. 1212 CC) y para su cobertura en caso de seguros de daños -téngase en cuenta que las sentencias de la sala primera del Tribunal Supremo de 12.XI.2013 (RJ 2013, 7865; ponente: Francisco Javier Arroyo) y 17.IV.2015 (RJ 2015, 1199; ponente: José Antonio Seijas) niegan la oponibilidad de la excepción por dolo de la aseguradora frente al perjudicado, cuando la obligación de pago trae causa de un crédito resarcitorio, mas no en el marco de una sanción, sea cual sea el título de imputación subjetiva (dolo o culpa)-. No obstante, una autorizada opinión doctrinal ha sostenido esta naturaleza sancionadora (Beltrán, E. «La responsabilidad de los administradores por obligaciones sociales», *op. cit.*, páginas 274 a 282). La falta de depósito de las cuentas anuales puede operar como presunción de la situación de desequilibrio patrimonial (véase, por ejemplo, SAP Madrid -28ª-, 22.I.2016, núm. 16/2016; ponente: Ángel Galgo). Por último, la solicitud de concurso no exime de esta responsabilidad si previamente se incumple con el deber de convocar a la junta general o instar la disolución judicial de la sociedad, aunque la declaración de concurso impide el ejercicio de la acción de «responsabilidad por deudas» (art. 50.2 LC) y suspende los procedimientos en tramitación (art. 51.1 *bis* LC).

³⁷⁸ El artículo 19.1 de la Directiva 2012/30/UE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 25 de octubre de 2012, se limita a establecer la disolución obligatoria por pérdidas graves.

máxime cuando no se ha cumplido con el deber de depositar las cuentas anuales³⁷⁹. Así, una vez que el acreedor acredita el incumplimiento de un deber legal cualificado y realiza un mínimo esfuerzo probatorio, corresponde al administrador demostrar que la recuperación del acreedor no hubiera sido mayor de haberse procedido a realizar una liquidación ordenada de la sociedad deudora³⁸⁰.

La segunda excepción ocurre en el marco de los concursos de personas jurídicas, cuando la sección de calificación se abre como consecuencia de la liquidación del deudor y el concurso se declara culpable. Los administradores, como «personas afectadas por la calificación», pueden ser condenados al pago de los créditos concursales insatisfechos si la conducta que ha motivado la calificación del concurso como culpable ha contribuido también a generar o agravar la insolvencia³⁸¹. En este caso cabría plantear si la generación o agravación de la insolvencia debería operar como criterio de determinación del daño causado a la sociedad, en vez de dar lugar a una acción de responsabilidad autónoma³⁸².

Fuera de estas excepciones, el mero incumplimiento o la sola circunstancia del daño causado por la sociedad a un tercero, aunque haya dolo, no debería bastar para exigir responsabilidad a los administradores. A falta de acuerdo expreso, los administradores no responden de las deudas de la sociedad (arts. 1257 y 1827.I CC)³⁸³.

³⁷⁹ Véase el fundamento de derecho segundo de la sentencia del Tribunal Supremo (sala primera) de 13.VII.2016 (RJ 2016, 3191; ponente: Ignacio Sancho).

³⁸⁰ En este trabajo se propone la supresión de esta acción de responsabilidad, pues ya existe un remedio a disposición de los acreedores (fundado en el daño y en la imputación subjetiva con base en criterios de culpa), toda vez que las actuaciones ante situaciones de desbalance patrimonial son deberes legales cualificados. Cerdá, F. *Administradores, insolvencia y disolución por pérdidas*, Valencia, Tirant lo Blanch, 2000, defendió la naturaleza resarcitoria de esta acción.

³⁸¹ La inobservancia del deber de solicitar el concurso dentro del periodo de dos meses desde que se tiene o debiera tenerse constancia de la situación de insolvencia constituye una presunción *iuris tantum* de culpabilidad. Véase los artículos 2.2, 5.2, 165.1º, 172.2 y 172 bis de la Ley Concursal.

³⁸² *Vid. Infra* III.8.

³⁸³ Así lo indica la sentencia del Tribunal Supremo (sala primera), de 30.V.2008 (RJ 2008, 4166; ponente: Jesús Corbal) –fundamento de derecho segundo–: «*es necesario diferenciar entre la sociedad y sus órganos de administración. Quien se vincula por el contrato no son los administradores, sino la sociedad administrada, sin que, como regla, puedan imputarse a los administradores los incumplimientos de la sociedad, bajo el riesgo, en otro caso, de desconocer alternativamente: a) la personalidad jurídica propia de las sociedades (...); o b) el principio de que los contratos sólo producen efecto entre las partes que los otorgan y sus herederos, que proclama el artículo 1257 del Código Civil (...). De aceptarse tal expansión de la responsabilidad, los administradores pasarían prácticamente a ser responsables -garantes- de todas las actuaciones de la sociedad que, por unas u otras razones, resultarían ilícitas por su disconformidad con el ordenamiento jurídico y produjeran un perjuicio para otras personas. Y no es esto lo que establece la Ley*». En la doctrina científica, véase, por todos, Esteban, G. («La acción individual de responsabilidad», *op. cit.*, páginas 179 y 180).

Y aunque concurren los presupuestos para el ejercicio de una acción de responsabilidad extracontractual, los administradores responden por el daño, pero no por el crédito impagado por la sociedad (salvo que se acredite que el importe del crédito coincide con el daño causado directamente por la conducta del administrador). Así, en casos de cierre de facto de empresas, el administrador podrá acreditar que el acreedor no hubiera recuperado la totalidad de su crédito en caso de haberse realizado una disolución ordenada (art. 217.7 LEC)³⁸⁴.

6.5. *Supuestos de responsabilidad frente a «acreedores voluntarios»*

Los casos de ejercicio de la acción individual de responsabilidad por «acreedores voluntarios»³⁸⁵ pueden agruparse en tres grupos³⁸⁶. El primero de ellos reúne todos aquellos supuestos donde el acreedor contrata con la sociedad a partir de información falsa o inexacta que le es suministrada por los administradores³⁸⁷. El ejemplo paradigmático es el de inducción a la contratación, mediante el suministro de información falsa, a sabiendas de su falsedad u omitiendo conscientemente información que, *al no ser accesible al acreedor que actúa de modo diligente*, llevaría al tercero a no celebrar el contrato³⁸⁸.

³⁸⁴ Véase el fundamento de derecho tercero de la sentencia del Tribunal Supremo (sala primera) de 13.VII.2016 (RJ 2016, 3191; ponente: Ignacio Sancho).

³⁸⁵ No se analizan, por exceder del ámbito de este trabajo, los créditos que puedan titular los «acreedores involuntarios». Para el lector interesado en la materia, véase Esteban, G. «La acción individual de responsabilidad», *op. cit.*, páginas 185 a 187, y Alfaro, J. «La llamada acción individual de responsabilidad o responsabilidad “externa” de los administradores sociales», *op. cit.*, páginas 9 a 13. Nótese la importancia de la cuestión desde la perspectiva de la responsabilidad penal de la sociedad.

³⁸⁶ Se sigue, con las adaptaciones oportunas, el esquema propuesto por Esteban, G. «La acción individual de responsabilidad», *op. cit.*, páginas 204 a 225.

³⁸⁷ Alfaro, J. «La llamada acción individual de responsabilidad o responsabilidad “externa” de los administradores sociales», *op. cit.*, página 14, considera que la actuación dolosa del administrador no le eximiría de responsabilidad frente al acreedor, sin perjuicio de la acción de éste contra la sociedad y de que el administrador actuara en interés de la sociedad. El profesor Alfaro también incluye en este grupo de supuestos los casos de inducción a la infracción contractual ex artículo 15 de la Ley de Competencia Desleal y de *culpa in contrahendo* cuando el administrador, si bien contrata con el tercero en nombre de la sociedad, en realidad persigue su propio interés o ha sido él mismo quien ha generado un vínculo de confianza con el contratante, influyendo así en la negociación contractual. Véase también al respecto Esteban, G. «La acción individual de responsabilidad», *op. cit.*, páginas 194 a 197, quien analiza los supuestos de responsabilidad por suministro de información falsa o incorrecta.

³⁸⁸ Marín de la Bárcena, F. *La acción individual de responsabilidad frente a los administradores de las sociedades de capital (art. 135 LSA)*, *op. cit.*, página 331, considera que la responsabilidad puede derivar de la infracción de normas jurídicas o de la infracción de un deber objetivo de cuidado en relación con los acreedores que contratan con la sociedad, que consistiría en informar correctamente. Matiza, en la página 333, que el tercero debe recelar diligentemente de la información que se le facilita. Véase también Uría, R., Menéndez, A. y García de Enterría, J. «La sociedad anónima: órganos sociales. Los administradores», en la obra colectiva *Curso de Derecho Mercantil I*, *op. cit.*, páginas 986 y 987.

El segundo grupo de supuestos, acaso vinculado con el anterior, comprende los casos de contratación cuando la sociedad se encuentra en causa de disolución o en situación de insolvencia actual o inminente³⁸⁹. Los administradores que realizan afirmaciones falsas u omiten información relevante de forma dolosa o culposa incurrir en responsabilidad por los daños sufridos por los acreedores, sobre la base de que no se habría contratado con la sociedad de haberse conocido la situación en cuestión³⁹⁰; especialmente ante situaciones de insolvencia. En estos casos no queda claro si la conducta dañosa y la imputabilidad subjetiva derivan del incumplimiento de los deberes de actuación de los administradores ante estas situaciones o (como debería) del dolo o culpa en las omisiones de información o afirmaciones falsas³⁹¹.

Cuando menos en los supuestos de omisión culposa o incluso dolosa, respecto a información accesible para un tercero diligente (o cuestionable en caso de suministro de información falsa), el ordenamiento jurídico español es excesivamente tuitivo³⁹². Los administradores (guiados por el interés social) responden en situaciones donde un acreedor, actuando con la diligencia de un ordenado empresario, hubiera podido

³⁸⁹ Alfaro, J. «La llamada acción individual de responsabilidad o responsabilidad “externa” de los administradores sociales», *op. cit.*, página 15, denomina este grupo de casos como de «endeudamiento progresivo de sociedades insolventes».

³⁹⁰ Se afirma que la acumulación de acciones de responsabilidad (arts. 241 y 367 LSC) descansa en el daño que genera a los acreedores la pasividad de los administradores ante la causa de disolución. Véase el fundamento de derecho sexto de la sentencia del Tribunal Supremo (sala primera), de 23.XII.2011 (RJ 2012, 1895; ponente: Rafael Gimeno-Bayón). Esteban, G. «La acción individual de responsabilidad», *op. cit.*, página 199, afirma que los administradores pueden responder frente a los acreedores por no revelar que la sociedad es insolvente o está en causa de disolución, siempre y cuando este desconocimiento sea determinante para contratar con la sociedad.

³⁹¹ En estos supuestos, la imputabilidad subjetiva del daño deriva del incumplimiento de una norma. De no existir esta norma, y salvo que hubiera omisión engañosa (siempre que no se pudiera contrastar la información con la publicada en el Registro Mercantil), cuando menos podría haber concurrencia de culpas entre el administrador que no advierte de la situación económica de la sociedad y el acreedor que no analiza esta situación como paso previo a contratar con la sociedad. Sin embargo, Esteban, G. «La acción individual de responsabilidad», *op. cit.*, página 198, considera que la exigencia de responsabilidad obedecería a que el interés de los acreedores pasa a un primer plano en estas situaciones. En realidad, ello explica la legitimación subsidiaria e indirecta para el ejercicio de la acción social de responsabilidad *ex artículo 240* de la Ley de Sociedades de Capital, según se ha expuesto. Constituye un error considerar que los destinatarios son los deberes fiduciarios de los administradores en situaciones de insolvencia inminente o actual.

³⁹² Esteban, G. «La acción individual de responsabilidad», *op. cit.*, páginas 199 (cuando, pese a estar la sociedad en causa de disolución, aún no es insolvente –en cuyo caso, según el autor, se exige una actuación dolosa, una afirmación falsa–) y 201 (cuando la sociedad es insolvente, donde la mera falta de información *motu proprio* –omisiones de información relevante– justificaría, a juicio del autor, la imputabilidad subjetiva de la conducta dañosa). El profesor Esteban afirma, con todo (página 203), que el acreedor que era conocedor de la situación carecería de acción contra los administradores. La cuestión es que tampoco debería tener derecho a crédito resarcitorio quien no conoce dicha situación por no haber sido diligente en la fase precontractual.

conocer la situación de crisis empresarial de la sociedad³⁹³. Sentado que la concurrencia de culpas no opera en el caso de la responsabilidad por deudas *ex lege* (art. 367 LSC)³⁹⁴, en el marco de la acción individual no se atisba por qué debe llegarse a la misma solución.

Los administradores pueden hallarse ante la encrucijada de qué interés han de atender: el de la sociedad que precisa de nuevo crédito o el del acreedor en cuya situación no otorgarían la financiación solicitada. Por supuesto, deben atender al interés social (lo que no quiere decir que esté justificada la proliferación de afirmaciones falsas). Sin duda, cabría entablar exitosamente la acción social contra un administrador que, en su elogiada franqueza y sinceridad desaconseja la celebración de contratos con la sociedad a la que representa. De ahí el problema que plantea una interpretación amplia de la «acción individual» desde la perspectiva del gobierno corporativo de la empresa en crisis. Desde esta perspectiva, la exigencia del «*incumplimiento de un deber legal cualificado*»³⁹⁵ merece la mejor de las valoraciones. A diferencia de los «acreedores involuntarios» por ilícitos extracontractuales, los «acreedores voluntarios» tienen la posibilidad e incluso el

³⁹³ Cuestión distinta es la omisión dolosa de determinada información solicitada diligentemente por el tercero antes de contratar cuando no puede ser contrastada a partir de las cuentas anuales que constan depositadas en la hoja abierta a nombre de la sociedad en el Registro Mercantil.

³⁹⁴ La jurisprudencia es pacífica en cuanto a que el criterio de imputación subjetiva es la inobservancia de los deberes que impone la causa de disolución. No se estima la alegación de la concurrencia de culpas cuando un tercero diligente hubiera podido conocer que la sociedad se hallaba en tal situación. En concreto, la sentencia del Tribunal Supremo (sala primera), de 24.VI.2008 (RJ 2008, 5503; ponente: Francisco Marín), establece que no opera como eximente que los acreedores pudieran conocer el estado financiero de la sociedad a partir de una consulta a las cuentas anuales depositadas en el Registro Mercantil. Sin desautorizar esta conclusión, el Tribunal Supremo ha eximido de responsabilidad al administrador cuando se ha acreditado que el acreedor era conocedor de la situación económica de la sociedad (por ejemplo, STS 16.II.2006; RJ 2006, 2934; ponente: Juan Antonio Xiol). Sin embargo, ésta y otras sentencias que resolvían supuestos de hechos anteriores a la entrada en vigor de la Ley 19/2005 no son aplicables. Como expone la reciente sentencia del Tribunal Supremo (sala primera) de 18.I.2017 (núm. 27/2017; ponente: Ignacio Sancho), fundamento de derecho segundo, «*son muy excepcionales las causas que pudieran justificar el incumplimiento del deber legal de promover la disolución. Debe ser algo que ponga en evidencia que, en esas condiciones, a los administradores dejaba de serles exigible el deber de instar la disolución*».

³⁹⁵ Sentencias de 18.IV.2016 (RJ 2016, 1342; ponente: Ignacio Sancho) y 13.VII.2016 (RJ 2016, 3191; ponente: Ignacio Sancho).

deber³⁹⁶ de informarse sobre la parte con la que van a celebrar un contrato³⁹⁷, a efectos de negociar la inclusión de las cláusulas oportunas³⁹⁸. La estimación de este tipo de

³⁹⁶ Véase *Production Resources Group L.L.C. v. NCT Group Inc.*, 863 A.2d 772 (Del.Ch. 2004). «Typically, creditors may not allege fiduciary duty claims against corporate directors. It is presumed that creditors are capable of protecting themselves through the contractual agreements that govern their relationships with firms. Furthermore, a specific body of law –the law of fraudulent conveyance– exists precisely to protect creditors. And, of course, important elements of federal bankruptcy law also protect creditors. Given that these legal tools exist to protect creditors, our corporate law (and that of most of our nation) expects that the directors of a solvent firm will cause the firm to undertake economic activities that maximize the value of the firm’s cash flows primarily for the benefit of the residual risk-bearers, the owners of the firm’s equity capital. So long as the directors honor the legal obligations that they owe to the company’s creditors in good faith, as fiduciaries they may pursue the course of action that they believe is best for the firm and its stockholders. Indeed, in general, creditors must look to the firm itself for payment, rather than its directors or stockholders, except in instances of fraud or when other grounds exist to disregard the corporate form. These realities, of course, do not mean that the directors are required to put aside any consideration of other constituencies, including creditors, when deciding how to manage the firm. But it does not mean that the directors –as fiduciaries in equity– are primarily focused on generating economic returns that will exceed what is required to pay bills in order to deliver a return to the company’s stockholders who provided equity capital and agreed to bear the residual risk associated with the firm’s operations». En el mismo sentido, *Trenwick America Lit. v. Ernst & Young*, 906 A.2d 168 (Del.Ch. 2006): «creditors are better placed than equityholders and other constituencies (think employees) to protect themselves against the risk of firm failure».

³⁹⁷ Es más, la sociedad acreedora podría ejercitar una acción social de responsabilidad contra el administrador que contrata con una sociedad insolvente sin haber desempeñado «due diligence» durante el proceso de negociación.

³⁹⁸ Sin embargo, la doctrina jurisprudencial del Tribunal Supremo no ha llegado a establecer esta distinción, como tampoco lo ha hecho en relación con la doctrina del «levantamiento del velo». Por el contrario, la doctrina judicial estadounidense viene limitando la aplicación de esta doctrina a la protección de los acreedores involuntarios. Sentando esta distinción, los requisitos para la aplicación de la doctrina coinciden. En el caso estadounidense son (a) unidad de interés entre los socios y la sociedad que impide considerar la distinta personalidad jurídica entre ellos («there must be such unity of interest and ownership that the separate personalities no longer exist»); (b) la falta de observancia de los requisitos formales societarios («disregard of corporate formalities») y (c) la consecución de un resultado injusto o fraude de ley («circumstance must be such that adherence to the fiction of separate corporate existence would sanction a fraud or promote injustice»). Al respecto, véase Allen, W., Kraakman, R. y Subramanian, G. *Commentaries and Cases on the Law of Business Organization* (op. cit.), páginas 134 a 151. La sentencia de 30.V.2008 de la sala primera del Tribunal Supremo (RJ 2008, 4166; ponente: Jesús Corbal) resume en el fundamento de derecho tercero los requisitos: «(p)ara una correcta aplicación de la técnica del levantamiento del velo es preciso que se acredite la concurrencia de dos premisas: a) la primera es que exista un mal uso (abuso) de la personalidad de la sociedad; b) la segunda consiste en que se haya producido un daño o un perjuicio para un tercero. Como consecuencia de ello, la persona o personas que “instrumentan” la sociedad causante del daño deben responder, sin que se puedan amparar en la responsabilidad limitada de la misma. No es suficiente la existencia de una conducta antijurídica de la sociedad, sino que además es preciso que la misma se utilice abusivamente para causar el perjuicio al tercero».

acciones no incentiva a la actuación diligente de los agentes en el tráfico³⁹⁹. Por tanto, el ejercicio de la acción individual debería reservarse a los casos de afirmaciones falsas («*affirmative misrepresentations*»). La exigencia de responsabilidad por omisiones de información relevante («*material omissions of fact*») –disponibles para terceros diligentes (especialmente si gozan de publicidad registral)– puede hacer colisionar los intereses de la sociedad con los del acreedor⁴⁰⁰. En todo caso, los acreedores legitimados para el ejercicio de la acción son los inducidos a contratar a pesar de las dificultades financieras de la sociedad. Los acreedores cuyo crédito es anterior deberán acaso ejercitar la acción social ante situaciones en las que el administrador estuviera agravando la situación de insolvencia con dolo o culpa (art. 240 LSC).

El tercer grupo de supuestos comprende los casos de daños causados a los acreedores por incumplimiento contractual. Quien incumple es la sociedad, por mucho que actúe por medio de terceros. Desde luego, el mero incumplimiento de la sociedad por insuficiencia de patrimonio social o insolvencia no puede causar *per se* la responsabilidad de los administradores⁴⁰¹. Incluso el incumplimiento doloso del contrato es imputable a la sociedad y no a su representante orgánico (arts. 234.2 LSC

³⁹⁹ La sociedad acreedora podría ejercitar la acción social contra el administrador que, a pesar de las omisiones de la futura sociedad deudora (o las afirmaciones falsas), no comprobó diligentemente la situación económica y financiera de la sociedad (art. 238 LSC). Contra, entre otros, Alfaro, J. «La llamada acción individual de responsabilidad o responsabilidad “externa” de los administradores sociales», *op. cit.*, página 15 y Esteban, G. «La acción individual de responsabilidad», *op. cit.*, página 197. El profesor Alfaro había argumentado con anterioridad en su trabajo «La llamada acción individual de responsabilidad contra los administradores sociales», *Revista Aranzadi de Derecho de Sociedades*, página 67, que la imputabilidad subjetiva de la conducta dañosa en los supuestos de dolo se explica con base en el artículo 1902 del Código Civil (en el principio de *neminem laedere*). Como advierte el profesor Alfaro, los acreedores podrán acudir habitualmente a la acción del artículo 367 de la Ley de Sociedades de Capital, sin tener que acreditar el daño o la relación de causalidad existente entre éste y la conducta del administrador. (Alfaro, J. «La llamada acción individual de responsabilidad contra los administradores sociales», *op. cit.*, página 68). Y ello tanto si hay dolo como si no, y con independencia de que la actuación consista en afirmaciones falsas u omisiones de información relevante.

⁴⁰⁰ Véase *Production Resources Group L.L.C. v. NCT Group Inc.*, 863 A.2d 772 (Del.Ch. 2004).

⁴⁰¹ Esteban, G. «La acción individual de responsabilidad», *op. cit.*, páginas 204 y 205, insiste en la excepcionalidad de superar la separación de patrimonios responsables y manifiesta las dificultades de pedir la responsabilidad de los administradores en esta sede. Con buen criterio, cuestiona la existencia de un daño «directo», distinto del indirecto, a través de la merma social y apunta la dificultad en el establecimiento de la relación de causalidad y lo que él denomina «*ilícitos relevantes de los administradores*». Véase también la página 208, donde insiste en que el incumplimiento sin dolo, debido a la merma social, no puede ser imputable a los administradores.

y 1107 CC)⁴⁰² o a quien tiene relación de confianza con el acreedor⁴⁰³. Como ha establecido recientemente el Tribunal Supremo, «*la relación antijurídica, por negligente o contraria a la diligencia exigible de los administradores, no puede consistir en el propio comportamiento, contractual o extracontractual, de la sociedad que ha generado un derecho de crédito a favor del demandante*»⁴⁰⁴.

Lo único verdaderamente relevante a efectos de la estimación de la acción directa es que el administrador haya incumplido un deber que le impone directamente el ordenamiento jurídico (ahora, no ya el deber genérico de cuidado *ex art. 1902 CC*, sino un «deber legal cualificado»). Dicho deber no puede consistir en la infracción de los deberes de diligencia y lealtad, ya que la sociedad es la única destinataria de los deberes fiduciarios de los administradores⁴⁰⁵. Los administradores no son garantes del crédito resarcitorio que el tercero titula frente a la sociedad, sin perjuicio de que, en caso de declaración de responsabilidad, la sociedad pueda, en su caso, reclamar daños mediante el ejercicio de la acción social.

6.6. *La «business judgment rule» en el marco de la acción individual*

Aunque el estándar de conducta diligente es el de «un ordenado empresario» (art. 225.1 LSC), la «protección de la discrecionalidad empresarial» *ex artículo 226.1* de la Ley de Sociedades de Capital no debería ser aplicable en el caso de la acción

⁴⁰² Esteban, G. «La acción individual de responsabilidad», *op. cit.*, páginas 207 y 208, con cita a ulterior doctrina, advierte de la necesidad de diferenciar este supuesto de la discreción empresarial que puede motivar una determinada política de cumplimiento en función de los intereses de la sociedad en cada caso concreto. Sin embargo, los administradores no deberían poder oponer frente a personas distintas de la sociedad la protección de la discrecionalidad empresarial del artículo 226 de la Ley de Sociedades de Capital (*Vid. Supra* III.2.4 e *Infra* III.6.6).

⁴⁰³ Contra, Alfaro, J. «La llamada acción individual de responsabilidad contra los administradores sociales», *op. cit.*, página 67, Esteban G. «La acción individual de responsabilidad», *op. cit.*, página 208 y Marín de la Bárcena, F. *La acción individual de responsabilidad frente a los administradores de las sociedades de capital (art. 135 LSA)*, *op. cit.*, páginas 338 y 339. Caso distinto es el que comenta este último autor (páginas 336 y 337), en relación con los daños causados a los derechos de la personalidad o derechos reales del acreedor. En estos casos, en realidad, resulta de aplicación la doctrina de la unidad de culpa civil -véase la sentencia de la Audiencia Provincial de Madrid (sección 28ª), de 8.VI.2015 (AC 2015, 1023; ponente: Gregorio Plaza)-. Como apunta el propio profesor Alfaro, cuando el objeto del contrato consiste precisamente en la protección de la propiedad ajena, la responsabilidad deberá recaer exclusivamente sobre la sociedad. ¿Por qué debería cambiar la regla en caso de incumplimiento doloso?

⁴⁰⁴ Véase la sentencia del Tribunal Supremo (sala primera) de 2.III.2017 (núm. 150/2017; ponente: Rafael Sarazá).

⁴⁰⁵ Véase las sentencias del Tribunal Supremo (sala primera), de 18.IV.2016 (RJ 2016, 1342; ponente: Ignacio Sancho) y 13.VII.2016 (RJ 2016, 3191; ponente: Ignacio Sancho). Con todo, la tradicional exigencia de que el daño causado al acreedor deba ser directo limita en gran medida que se pueda accionar sobre la base del incumplimiento del deber de diligencia.

individual. La «*business judgment rule*» ataca la aversión al riesgo de los administradores, para fomentar la inversión en proyectos potencialmente generadores de valor empresarial (valor actual neto positivo), mediante el establecimiento de una defensa que deberá impedir que los órganos jurisdiccionales analicen *a posteriori* decisiones discrecionales empresariales con el riesgo del sesgo de la visión retrospectiva («*hindsight bias related to judicial second-guessing*»). Los perjudicados por la decisión de no invertir en proyectos empresariales con valor actual neto negativo son la sociedad y los «*residual claimants*» (socios o acreedores). La regla de la protección de la discrecionalidad empresarial es una medida de protección del interés de la sociedad en la maximización del valor empresarial a medio y largo plazo.

Como en la acción directa el patrimonio protegido es el de terceros ajenos a la sociedad, la «*business judgment rule*» no debería ser aplicable. Esta protección se establece en beneficio de la sociedad (y, de forma mediata, de los «*residual claimants*»), por lo que la conducta dañosa realizada inmediatamente sobre el patrimonio de los socios o los acreedores no debería beneficiarse de la misma (*Vid. Supra* III.2.4). Dicho de otro modo, el régimen de responsabilidad de la acción individual es más severo que el de la social en materia de actuación culposa. Los administradores (como la propia sociedad) deben internalizar el daño que causan a terceros. La aplicación de «*business judgment rule*» (cuyo objeto es incentivar la promoción del interés social) llevaría a financiar el beneficio empresarial con cargo al daño causado a terceros. Con todo, la (previsible) aplicación de la «*business judgment rule*» también en sede de la acción individual⁴⁰⁶ servirá como contramedida para paliar los efectos negativos que puede tener una aplicación amplia de la acción individual en el gobierno corporativo de la empresa en crisis (en concreto, el análisis de la «antijuridicidad de la conducta de los administradores» bajo el tamiz de los deberes fiduciarios de los administradores frente a la sociedad).

6.7. *Problemas concretos de gobierno corporativo que plantea el ejercicio de la acción individual, por pagos preferenciales, en situaciones de insolvencia*

La Ley Concursal favorece las soluciones convencionales a la insolvencia al margen del procedimiento concursal (arts. 5 *bis*, 71 *bis* y Disp. Ad. 4^a LC). En un escenario de insolvencia, el incumplimiento doloso de un determinado contrato puede ser la

⁴⁰⁶ La interpretación sistemática del precepto no desautorizará esta conclusión.

solución diligente desde la perspectiva del interés social en el marco de la continuidad de la actividad empresarial. Siempre que la empresa sea económicamente viable, la superación de las dificultades financieras favorecerá a todos los acreedores en su conjunto. En este contexto, el pago de un crédito resarcitorio que «libere» al deudor de un contrato perjudicial para la empresa o pagar a los trabajadores con preferencia frente a otros acreedores puede ser la solución óptima para el interés social (cfr. arts. 61.2.II y 84.2.1º LC)⁴⁰⁷. Por ello, la estimación de la «acción individual» puede resultar inconsistente con la finalidad perseguida por la Ley de Sociedades de Capital (fomento de la discrecionalidad empresarial) y por la propia Ley Concursal (soluciones convencionales para la insolvencia al margen del concurso). Si no se ejercita la acción de cumplimiento forzoso contra la sociedad, el incumplimiento doloso generará en todo caso un crédito resarcitorio, del cual no debería hacerse responsable al administrador.

También se analizan bajo el tamiz de la acción individual de responsabilidad los «pagos preferenciales» realizados una vez que la sociedad es insolvente, cuando no se cumple puntualmente con el deber de solicitar la declaración de concurso. Se ha señalado que el incumplimiento de este deber afecta a la aplicación del principio de

⁴⁰⁷ Con todo, la institución de la resolución del contrato en interés del concurso es la excepción a la regla general del derecho de contratos español. Por lo general, el acreedor dispone de la acción de cumplimiento forzoso, incluso en aquellos supuestos donde el interés contractual positivo (indemnización contractual por daño emergente y lucro cesante) sea inferior a la pérdida que asume el deudor si cumple. Véase, no obstante, el caso resuelto por la sentencia del Tribunal Constitucional (sala primera), de 17.X.1991 (RTC 1991, 194; ponente: Fernando García-Mon y González Requeral).

la *par condicio creditorum*⁴⁰⁸ y que, por tanto, hay daño directo cuando se realizan pagos preferenciales sin respetar dicho principio⁴⁰⁹. Este criterio es discutible porque los acreedores están legitimados para solicitar la declaración de concurso necesario *ex* artículos 3.1 y 7.1 de la Ley Concursal⁴¹⁰, para luego interesar el ejercicio de la acción de reintegración concursal (arts. 71 y 72 LC)⁴¹¹. En este sentido, la conocida

⁴⁰⁸ Esteban, G. «La acción individual de responsabilidad», *op. cit.*, página 217: «(l)a realización de pagos prohibidos (extinguir obligaciones ya contraídas y pendientes de pago sin respetar la igualdad de trato de los acreedores) es un comportamiento que no causa daño al patrimonio social (a este respecto supone una disminución del pasivo exigible), sino a la masa de acreedores y viene representado por la diferencia entre la cantidad pagada y la cuota concursal correspondiente al acreedor al que se ha pagado. Ese daño es directo y los restantes acreedores pueden reclamar, vía acción individual, la indemnización de la cuota que han dejado de recibir por pago indebido». En el mismo sentido, Marín de la Bárcena, F. *La acción individual de responsabilidad frente a los administradores de las sociedades de capital*, *op. cit.*, páginas 371 y 372, aunque reconoce la legitimidad de ciertos pagos realizados en aras de la continuidad de la actividad empresarial (pago de salarios o de la licencia de marca). Rodríguez Artigas, F. y Marín de la Bárcena, F. «La acción social de responsabilidad», *op. cit.*, páginas 163 y siguientes (especialmente: páginas 163 a 165) consideran que hay que diferenciar entre dos supuestos de hecho distintos. Respecto al primero de ellos, el incumplimiento de deberes de actuación ante la causa de disolución o situación de insolvencia, sostienen que habría que limitar el ámbito de aplicación de la acción individual y promover el ejercicio de la acción social en beneficio de todos los acreedores. Sin embargo indican en la página 164 que «cuando los administradores de una sociedad en situación de insuficiencia patrimonial destinan la totalidad de los activos a pagar deudas de determinados acreedores sociales, normalmente entidades financieras a las que avalan personalmente (...) esos pagos no lesionan el patrimonio de la sociedad, porque se destinan elementos del activo a extinguir las obligaciones, de manera que el patrimonio neto queda inalterado. Sin embargo, se priva al resto de acreedores sociales de cobrar la cuota de sus derechos de crédito que les habría correspondido si esos activos se hubieran dedicado a pagar a todos los acreedores causándoles “daños de cuota” que son directos y exigibles mediante la acción del artículo 241 de la Ley de Sociedades de Capital».

⁴⁰⁹ Por otro lado, en sede de la condena por la «responsabilidad concursal», cuando la calificación del concurso como culpable deriva de la demora en la solicitud (cfr. arts. 5, 165.1º y 172 bis LC), la sentencia de la sección 15ª de la Audiencia Provincial de Barcelona de 22.X.2014 (JUR 2014, 283141; ponente José María Ribelles) sostiene (fundamento de derecho cuarto) que «(c)uando la causa que ha determinado la calificación culpable del concurso ha sido la demora en la solicitud, hemos venido afirmando de forma reiterada que la justificación añadida puede consistir en el hecho de que los administradores hayan decidido seguir contratando por cuenta de la sociedad cuando ya no tenían derecho a hacerlo porque debían haber instado el concurso, de forma que ello permite imputarles la deuda generada tras la concurrencia de la causa de culpabilidad».

⁴¹⁰ En caso de estimación de la demanda de solicitud de concurso, el acreedor también tiene derecho a un crédito contra la masa por las costas causadas *ex* artículo 20.1 de la Ley Concursal. Y lo que es más importante, el apartado séptimo del artículo 91 de la Ley Concursal atribuye la clasificación de crédito con privilegio general al cincuenta por ciento del importe de los créditos de que sea titular el acreedor instante que no tengan el carácter de subordinados.

⁴¹¹ *Vid.* *Infra* VIII.1.3. Como establecen las sentencias del Tribunal Supremo (sala primera) de 24.VII.2007 (RJ 2007, 4707; ponente: Juan Antonio Xiol) y 26.X.2012 (RJ 2012, 10415; ponente: Ignacio Sancho): «el deudor, en tanto no resulte constreñido por un proceso ejecutivo o concursal para la ordenada concurrencia de los créditos (el cual puede determinar la rescisión de los actos perjudiciales para la masa activa), tiene libertad para realizar sus bienes y atender a los créditos que le afecten sin atender a criterios de igualdad o preferencia, como se infiere de que el artículo 1292 del Código Civil únicamente considera los pagos hechos en situación de insolvencia por cuenta de obligaciones a cuyo pago no podía ser compelido el deudor en el tiempo de hacerlos, pero no los que reúnen esta condición, en virtud del principio *qui suum recipit nullum videre fraudem facere* (quien cobra lo que es suyo no defrauda)».

como «tesis amplia de perjuicio»⁴¹² permite la reintegrabilidad, bajo circunstancias excepcionales⁴¹³, de pagos realizados durante los dos años anteriores a la declaración de concurso, sin que se exija la acreditación de que el pago preferencial proporciona un mayor retorno del que cabría esperar recuperar en caso de liquidación⁴¹⁴. Si los acreedores no solicitan la declaración de concurso necesario, los actos de los administradores en cuanto a la gestión de la tesorería no deberían quedar sometidos al tamiz de las acciones de responsabilidad civil extracontractual⁴¹⁵. Por tanto, los acreedores han de evaluar diligentemente la conveniencia de acudir o no al concurso para tutelar su derecho de crédito. Cuestión distinta es que el procedimiento concursal plantee otra serie de circunstancias que fundamenten la conveniencia de

⁴¹² Entre otras, véase, al respecto, las sentencias del Tribunal Supremo (sala primera) de 12.IV.2012 (RJ 2012, 5900; ponente Rafael Gimeno-Bayón) y 8.XI.2012 (RJ 2013, 901; ponente Rafael Gimeno-Bayón). Frente a ello, un autorizado sector doctrinal ha venido sosteniendo la conveniencia de ceñir el perjuicio al que tiene lugar de forma objetiva en la masa activa (por todos, García-Cruces, J.A., entre otros lugares, «Presupuestos y finalidad de la acción de reintegración en el concurso de acreedores», en la obra colectiva dirigida por el mismo autor *La reintegración en el concurso de acreedores*, Cizur Menor, Aranzadi, 2009, páginas 44 a 58).

⁴¹³ Véase, por todas, las sentencias del Tribunal Supremo (sala primera) de 26.X.2012 (RJ 2012, 10415; ponente: Ignacio Sancho) y 10.VII.2013 (RJ 2013, 4998; ponente: Rafael Sarazá). «*En principio, un pago debido realizado en el periodo sospechoso de los dos años previos a la declaración de concurso, siempre que esté vencido y sea exigible, por regla general goza de justificación y no constituye un perjuicio para la masa activa. Sin embargo, ello no excluye que puedan concurrir circunstancias excepcionales (como es la situación de insolvencia al momento de hacerse efectivo el pago, la proximidad con la solicitud y declaración de concurso, la naturaleza del crédito, la condición de su acreedor), que pueden privar de justificación a algunos pagos en la medida en que suponen una vulneración de la “par condicio creditorum” (igual condición de los acreedores)*».

⁴¹⁴ La doctrina jurisprudencial ha limitado la reintegrabilidad de pagos de créditos líquidos, vencidos y exigibles (que exceden del curso ordinario de los negocios ex art. 71.5 LC) a los supuestos de insolvencia actual. Véase las sentencias de la sala primera del Tribunal Supremo de 10.III.2015 (RJ 2015, 2678; ponente: Ignacio Sancho) y 24.VI.2015 (RJ 2015, 2769; ponente: Sebastián Sastre). Sin embargo, las sentencias de 10.VII.2013 (RJ 2013, 4998; ponente: Rafael Sarazá) y 17.IV.2015 (RJ 2015, 1201; ponente: Sebastián Sastre) parecen extender esta posibilidad a situaciones de insolvencia inminente.

⁴¹⁵ La sentencia de la Audiencia Provincial de Madrid (sección 28ª) de 19.XII.2016 (núm. 437/2016; ponente: Pedro María Gómez) establece en su fundamento de derecho tercero que «*el impago de una deuda consecutivo a la imposibilidad material de hacerlo por razón de iliquidez no es, per se, una conducta censurable*».

solucionar la insolvencia al margen del concurso⁴¹⁶. Sin embargo, ello no debería suponer el reconocimiento judicial de la responsabilidad de los administradores por la realización de pagos que puedan ser contrarios a la *par condicio creditorum*. Lo contrario supondría un claro desincentivo a acudir a soluciones convencionales extrajudiciales para remover la situación de insolvencia⁴¹⁷.

El último subgrupo de supuestos es el cierre *de facto* de empresas, obviando cualquier exigencia legal al respecto⁴¹⁸. En estos casos, a diferencia del incumplimiento doloso y de los pagos preferenciales realizados en el marco de la continuidad de la actividad

⁴¹⁶ Esteban, G. «La acción individual de responsabilidad», *op. cit.*, página 214 ha señalado que «(t)al vez fuera procedente pensar de “*lege ferenda*” en otorgar una “acción social propia” a los acreedores en supuestos de actos contrarios a la conservación del patrimonio o que por su entidad lesiva provoquen directamente la situación de insuficiencia patrimonial en caso de no apertura del procedimiento concursal o si más bien parece llegado el momento de replantearse el régimen de la responsabilidad en el supuesto de “proximidad a la insolvencia” (*wrongful trading*) –que se debate entre soluciones concretas por incumplimiento de deberes disolutorios o de retraso en la solicitud de concurso y la determinación de responsabilidad por no actuación conforme a los intereses de los acreedores en esa fase– y verificar si el completo e inestable sistema español responde satisfactoriamente a las exigencias de tutela de los intereses de los acreedores». Conviene recordar que la legitimación extraordinaria y subsidiaria para el ejercicio de la acción social obedece a la tutela del interés social, por contraposición a la acción individual, que tutela el interés directo de terceros.

⁴¹⁷ En otro orden de ideas, los pagos preferenciales no son perjudiciales para la masa activa, por lo que el ejercicio de la acción social por parte de los acreedores tampoco debería prosperar (en todo caso, resultaría de aplicación la «*business judgment rule*» ex art. 226.1 LSC). Si el pago preferencial se realiza a favor de una persona vinculada a los administradores (art. 231 LSC), se puede alegar que hay una infracción del deber de lealtad para impedir la aplicación de la regla de la protección de la discrecionalidad empresarial (art. 226.2 LSC). Esta alegación no debería prosperar ya que el conflicto de interés sería «posicional» (el pago se realiza al acreedor en su condición de tal). Sin embargo, una reciente resolución de la *Delaware Chancery Court -Quadrant Structured Products Co., Ltd. v. Vertin, C.A. No. 6990-VCL, slip op., LEXIS 193 (Del.Ch. Oct. 1, 2014)*- ha valorado esta posibilidad bajo un estándar de «*entire fairness*» (por la infracción del deber de lealtad), concluyendo que los pagos pueden ser perjudiciales para la sociedad si se agrava la situación de insolvencia (porque no se invierte en un proyecto empresarial con una tasa de rentabilidad superior al coste de la deuda amortizada o porque hubiera otras deudas con coste superior a la amortizada). La disparidad de soluciones entre ambos ordenamientos obedece a que, bajo el derecho de *Delaware*, los pagos preferenciales realizados a favor de «*insiders*» suponen una infracción del deber de lealtad. En *Asmussen v. Quaker City Corp.*, 156 A. 180 (Del.Ch. 1931), la «*Delaware Chancery Court*» concluyó que los administradores sociales no incumplen su deber de lealtad por realizar pagos preferenciales que suponen la alteración del principio de paridad de trato entre acreedores de la misma clase, salvo que se hagan a favor de una persona relacionada «*absent self-dealing*», sin excepcionar las situaciones de conflicto de interés posicional. (véase, asimismo, *Pennsylvania Co. For Insurances on Lives and Granting Annuities v. South Broad St. Theatre Co.*, 174 A. 112, 115-116 (Del.Ch. 1934)).

⁴¹⁸ También podrían incluirse dentro de este subgrupo de supuestos otros que propone el profesor Alfaro habitualmente en su blog: (i) la concertación de servicios económicos por importe muy elevado justo antes de la disolución y liquidación *de facto* de la sociedad; (ii) el «vaciamiento patrimonial» a favor de los administradores o de personas vinculadas con los mismos; o (iii) sociedades que han desaparecido de hecho del tráfico, a pesar de lo cual los administradores han seguido contratando en el tráfico. Sin perjuicio de que en todos estos casos parece justificado el ejercicio de la acción individual, en el segundo supuesto podría caber también el ejercicio de una acción social (salvo que el «vaciamiento» consista en el pago de los créditos de los propios administradores con preferencia sobre otros acreedores).

empresarial de la sociedad insolvente, el ejercicio de la acción individual de responsabilidad está justificado⁴¹⁹. El origen del daño causado a determinados acreedores proviene, más que de la vulneración de la *par condicio creditorum* «concursal»⁴²⁰, de la inobservancia de los deberes legales para proceder a la disolución y liquidación de la sociedad (arts. 363 y ss. LSC). Cuestión distinta es que se establezca adecuadamente la relación de causalidad entre la vulneración de este deber legal cualificado y el daño⁴²¹.

Sin embargo, nuevamente hay que diferenciar esta responsabilidad por daños causados directamente en el patrimonio de los acreedores (cuando también será aplicable el art. 367 LSC⁴²²), de la condición de «*residual claimants*» que pueden adquirir en el marco del gobierno corporativo de la empresa en crisis (art. 240 LSC). Sin duda, los deberes de disolución y liquidación obligatoria tutelan, en particular, el interés de los acreedores. Pero esta tutela (reforzada) se refiere al cobro de sus

⁴¹⁹ Véase Rodríguez Artigas, F. y Marín de la Bárcena, F. «La acción social de responsabilidad», *op. cit.*, páginas 164 y 165, y 167 a 168, analizando la sentencia del Tribunal Supremo (sala primera), de 11.XI.2008 (RJ 2008, 5910; ponente José Almagro).

⁴²⁰ A pesar de que, según se ha expuesto, no se ha dudado en extender este efecto de la declaración de concurso a las actuaciones ocurridas durante los dos años anteriores en el marco de la acción de reintegración concursal (art. 71 LC).

⁴²¹ Véase las sentencias del Tribunal Supremo (sala primera) de 13.VII.2016 (RJ 2016, 3191; ponente: Ignacio Sancho) y 27.II.2017 (núm. 129/2017; ponente: Francisco Javier Orduña).

⁴²² Véase las sentencias del Tribunal Supremo (sala primera), de 27.X.2006 (RJ 2006, 8930; ponente: Vicente Luis Montés) y 14.V.2007 (RJ 2007, 3554; ponente: Juan Antonio Xiol).

créditos de forma ordenada⁴²³, no a la asignación de derechos políticos como mejor tutela del interés social por coincidir con el de los acreedores⁴²⁴.

A modo de síntesis, la legitimación para ejercitar la acción social es un instrumento de buen gobierno corporativo de la empresa en crisis, pero las acciones individuales y de responsabilidad por deudas (así como la concursal por solicitud tardía) no lo son, y pueden resultar perniciosas desde aquella perspectiva, pues atribuyen a los acreedores disidentes y a los socios cierto poder de influencia sobre los administradores.

La última línea jurisprudencial de la *Supreme Court of Delaware* ha rechazado, por lo general, el ejercicio de la acción individual en situaciones de insolvencia, reconociendo a los acreedores legitimación para ejercitar la acción social únicamente. Como esta cuestión ha estado sujeta a controversia en el derecho comparado y sigue siendo tema de rabiosa actualidad (también en los trabajos de UNCITRAL), se dedica el epígrafe siguiente al análisis de la cuestión.

⁴²³ Si es insolvente, la sociedad en liquidación deberá ser declarada en concurso para atender al pago de los acreedores conforme a las reglas imperativas de prelación de pagos de los arts. 154 y ss. LC.

⁴²⁴ Contra, Alfaro, J. «La llamada acción individual de responsabilidad o responsabilidad “externa” de los administradores sociales», *op. cit.*, página 15 (nota a pie 15): «(s)e acepta comúnmente que los administradores sociales tienen deberes fiduciarios frente a los acreedores sociales cuando la sociedad se halla en un estado cercano a la insolvencia». Con anterioridad («La llamada acción individual de responsabilidad contra los administradores sociales», *op. cit.*, página 73), el mismo autor había puesto de manifiesto que: «(e)n los casos de liquidación de hecho de la sociedad sin haber pagado todas las deudas, el criterio de imputación de responsabilidad personal a los administradores puede encontrarse en que realizar una ordenada liquidación de una sociedad es un deber de los administradores/liquidadores impuesto, no sólo en beneficio de los socios, sino sobre todo, de los acreedores, como lo demuestra la prohibición de repartir el haber social entre los accionistas o socios en tanto no se hayan pagado todas las deudas sociales (art. 120 LSRL). Naturalmente, cuando la sociedad se encuentra en estado de insolvencia, la propiedad económica de la sociedad es de los acreedores por lo que la existencia de un deber de los administradores de tutelar los intereses de estos en la gestión social en esa situación está fuera de toda duda, de manera que su infracción puede generar responsabilidad directa del administrador frente al acreedor social». El problema no es el razonamiento, sino su ámbito de aplicación. Como se expone en el siguiente epígrafe, se ha negado expresamente que los acreedores puedan ejercitar la acción individual en situaciones de insolvencia, donde, sin embargo, ostentan legitimación para el ejercicio de la acción social, en su condición de «residual claimants».

7. Los deberes de los administradores en situaciones de insolvencia al margen del concurso. La experiencia del derecho de Delaware, los trabajos de UNCITRAL, la reforma de la Ley de Sociedades de Capital y la Propuesta de Directiva de 22.XI.2016

7.1. *Credit Lyonnais*

La cuestión sobre el destinatario de los deberes fiduciarios de los administradores en situaciones de insolvencia ha generado controversia en el derecho comparado⁴²⁵. Especialmente virulento ha sido el debate arraigado en el derecho societario estadounidense (particularmente en el del *Estado de Delaware*), a partir de la discutida resolución de *Credit Lyonnais*⁴²⁶, dictada por William Allen (*Chancellor*).

En este caso, *Credit Lyonnais Bank Netherland, N.V.* pedía (entre otros extremos, a los efectos que aquí interesan) que se declarara frente a cierta sociedad deudora y su sociedad dominante la validez de la ejecución de la prenda sobre las acciones de la primera, que le habilitaba a designar a los miembros del órgano de administración. La prenda de acciones («*Voting Trust Agreement*»)⁴²⁷ se había otorgado como parte de los acuerdos alcanzados en un contrato celebrado entre ambas sociedades y el socio de control de la dominante, sobre el gobierno corporativo de la dominada

⁴²⁵ Como explica E. Norman Veasey, antiguo *Chief Justice of Delaware* (1992-2004), «Counseling the Board of Directors of a Delaware Corporation in Distress», *2009 Valcon Text. Indd 135*, páginas 135 a 152 (especialmente, página 138), «(f)or many years there has been a very challenging and debatable issue of whether (and to what extent) directors, in making their business decisions when the corporation is in the vicinity of insolvency, may be required to consider the interests of creditors – a different constituency from that to which their duties normally extend, namely stockholders».

⁴²⁶ *Credit Lyonnais Bank Netherland, N.V. v. Pathe Communications Corp.*, 1991 WL 277613 (Del.Ch. Dec. 30, 1991), 1-31, at 25-26.

⁴²⁷ Los contratos denominados como «*deed of trust*» operan como los derechos reales de garantías, aunque existen diferencias importantes (no obstante en el texto se ha equiparado a una prenda). En el «*deed of trust*», el acreedor y el deudor acuerdan para la seguridad de la obligación garantizada que el deudor («*settlor*») transmita el bien o derecho afecto a un tercero ajeno a la operación («*trustee*»), para que lo administre en interés del acreedor («*beneficiary*»). En caso de incumplimiento, el «*trustee*» tiene la facultad de enajenar el colateral para pagar con los «*proceeds*» al acreedor y devolver el excedente, si lo hubiera, al deudor (orillando así el riesgo de pacto comisorio o «*unfair enrichment*»). Por el contrario, el cumplimiento de la obligación se configura como condición resolutoria del «*trust*». El «*deed of trust*» también difiere de una *fiducia cum creditore* porque, en este caso, el titular fiduciario coincide con la persona del acreedor (no hay un tercero). Ahora bien, tanto la hipoteca, como la *fiducia cum creditore* y el «*deed of trust*» cumplen con la misma función de garantía. Por otra parte, el «*deed of trust*» es susceptible de rescisión (tanto bajo «*fraudulent conveyance law*» estatal, como bajo «*clawback*» federal). A la inversa, el «*settlor*» puede proteger el bien o derecho dado en garantía de los embargos de los acreedores del «*beneficiary*». Por ejemplo, la «*spendthrift provision*» evita que el «*beneficiary*» pueda disponer de su derecho en el «*trust*» o que sus acreedores lo embarguen (con ciertas excepciones, al menos bajo el derecho del Estado de Nueva York).

(«*Corporate Governance Agreement*»). Este contrato se celebró en el marco de la nueva financiación otorgada por aquella entidad financiera para remover la situación de insolvencia de la sociedad dominada, que incluso llevó a determinados proveedores a solicitar su declaración de concurso, pidiendo la apertura de la fase de liquidación⁴²⁸. La situación de insolvencia traía causa de la toma de participación del socio de control en la sociedad dominante, que fue financiada con recurso a determinados instrumentos financieros otorgados a favor de la sociedad dominada. Esta estructura («*leveraged buyout*») era típica de la oleada de OPAS hostiles de los años 80, dada la ausencia de una norma que prohibiera la asistencia financiera⁴²⁹. Pues bien, la entidad financiera, que ostentaba una cuantía significativa de crédito contra las sociedades dominante y dominada como consecuencia de dicha operación, consintió en otorgar nueva financiación para enervar la solicitud de declaración de concurso necesario. En contraprestación, solicitó que el socio de control cediera la mayor parte de sus derechos políticos en la sociedad. En concreto, el consejo de administración de la sociedad dominada pasaría a estar formado por cinco consejeros, de los cuales, tres serían desinados por el socio de control (uno de ellos era el «*chief operating officer*»), mientras que los dos restantes (incluido el presidente ejecutivo) corresponderían a la entidad financiera. Además, se acordó que el consejo constituiría una comisión delegada (integrada por el presidente ejecutivo y el «*chief operating officer*»), a la que transferiría todas sus funciones, menos la de solicitar la declaración de concurso, la emisión de acciones u obligaciones, y la designación del presidente ejecutivo y del «*chief operating officer*». Estas decisiones debían adoptarlas cuatro consejeros para garantizar su control por parte de la entidad financiera. Por último, los actos de disposición de activos superiores a diez millones de dólares debían autorizarlos la mayoría simple de los miembros del consejo, siempre que al menos uno de los consejeros designados por la entidad financiera votara a favor. Pues bien, el socio de control incumplió el contrato sobre el gobierno corporativo de la sociedad en crisis, inmiscuyéndose en la administración y la gestión que se había delegado en la comisión delegada. Como consecuencia de ello, la entidad financiera ejecutó la prenda sobre las acciones de la sociedad dominada, para, con posterioridad, remover del cargo a los consejeros designados por el socio de control.

⁴²⁸ «*Chapter 7 of the U.S. Bankruptcy Code*».

⁴²⁹ El atractivo reside en la mayor rentabilidad financiera (ROE) que pueden obtener los socios si existe efecto apalancamiento positivo (es decir: cuando la rentabilidad de los activos –ROA– es superior al coste medio del capital ponderado –WACC–; el coste medio de financiación de la sociedad). $ROE = [ROA + l*(ROA-WACC)] (1-t)$; donde «l» es el ratio de apalancamiento (pasivo exigible/patrimonio neto).

La sociedad dominante, el socio de control y los «consejeros dominicales» del consejo de la sociedad dominada reconviniéron, alegando, en primer lugar (a modo de ejercicio de una «acción directa» por ambas sociedades) que la entidad financiera había incumplido su deber fiduciario contra dichas sociedades (apoyándose en la consideración de la entidad financiera como administrador de hecho). La razón es que la entidad financiera había vetado la venta de determinados activos estratégicos para la sociedad. El objetivo de promover esas ventas obedecía al interés del socio de control de generar liquidez con la que amortizar parte de la deuda, para, a su vez, ampliar capital en mejores condiciones y así poder pagar el crédito de la entidad financiera, poniendo fin a su injerencia en el gobierno corporativo de la sociedad. Frente a ello, la resolución pone de manifiesto que: *«in these odd circumstances, the risks of instability or insecurity, which no doubt might affect the corporation's functioning, came from the controlling stockholders (...). In these circumstances, the company was in bankruptcy until May 28 and even thereafter, the directors labored in the shadow of that prospect (...) and were appropriately mindful of the potential differing interests between the corporation and its 98 percent shareholder. At least where a corporation is operating in the vicinity of insolvency, a board of directors is not merely the agent of the residue risk bearers, but owes its duty to the corporate enterprise. The Ladd management was not disloyal in not immediately facilitating whatever asset sales were in the financial best interest of the controlling stockholder. In managing the business affairs of MGM, Mr. Ladd, and those he appointed owed their supervening loyalty to MGM, the corporate entity (...). (The controlling shareholder) needed to liquidate assets to raise capital. (The board members designated by the bank) could reasonably suspect that he might be inclined to accept fire-sale prices. But the board or the executive committee had an obligation to the community of interests that sustained the corporation, to exercise judgment in an informed, good faith effort to maximize the corporation's long-term wealth*

creating capacity»⁴³⁰. Por todo ello, «the Delaware Chancery Court» estimó la acción declarativa de la entidad financiera y confirmó la validez del acuerdo social de destitución de los consejeros designados por el socio de control, como consecuencia de la ejecución de la prenda. La *condicio iuris* consistió en el incumplimiento del «Corporate Governance Agreement» por la actitud obstruccionista del socio de control respecto al cambio en la administración y gestión de la empresa en crisis.

⁴³⁰ En la nota a pie 55 se exponía al respecto el siguiente ejemplo: «(t)he possibility of insolvency can do curious things to incentives, exposing creditors to risks of opportunistic behavior and creating complexities for directors. Consider, for example, a solvent corporation having a single asset, a judgment of \$51 million against a solvent debtor. Assume that the only liabilities of the company are to bondholders in the amount of \$12 million. Assume that the array of probable outcomes of the appeal is as follows:

25 percent chance of affirmance	Expected value
70 percent chance of modification	(\$51m)
5 percent chance of reversal	(\$4m)
Expected Value of Judgment on Appeal	(\$0m)

\$15.55

Thus, the best evaluation is that the current value of the equity is \$3.55 million (\$15.55 million expected value of judgment on appeal and - \$12 million liability to bondholders). Now assume an offer to settle at \$12.5 million (also consider one at \$17.5 million). By what standard do the directors of the company evaluate the fairness of these offers? The creditors of this solvent company would be in favor of accepting either a \$12.5 million offer or a \$17.5 million offer. In either event they will avoid the 75 percent risk of insolvency and default. The stockholders, however, will plainly be opposed to acceptance of a \$12.5 million settlement (under which they get practically nothing). More importantly, they very well may be opposed to acceptance of the \$17.5 million offer under which the residual value of the corporation would increase from \$3.5 million to \$5.5 million. This is so because the litigation alternative, with its 25 percent probability of a \$39 million outcome to them (\$51 million - \$12 million = \$39 million) has an expected value to the residual risk bearer of \$9.75 million (\$39 million x 25 percent chance of affirmance), substantially greater than the \$5.5 million available to them in the settlement. While in fact the stockholders' preference would reflect their appetite for risk, it is possible (and with diversified shareholders likely) that shareholders would prefer rejection of both settlement offers.

But if we consider the community of interests that the corporation represents it seems apparent that one should in this hypothetical accept the best settlement offer available providing it is greater than \$15.55 million, and one below such amount should be rejected. But that result will not be reached by a director who thinks he owes duties directly to shareholders only. It will be reached by directors who are capable of conceiving of the corporation as a legal and economic entity. Such directors will recognize that in managing the business affairs of a solvent corporation in the vicinity of insolvency, circumstances may arise when the right (both the efficient and the fair) course to follow for the corporation may diverge from the choice that the stockholders (or the creditors, or the employees, or any single group interested in the corporation) would make if given the opportunity to act».

Esta resolución provocó debate doctrinal y cierta inseguridad jurídica⁴³¹. La primera cuestión planteada es la determinación de la «*zone of insolvency*», una situación en la que el órgano de administración advierte de la inminencia de la insolvencia⁴³². La relevancia de esta definición se explica desde la perspectiva de la atribución de legitimación a los acreedores para el ejercicio de la acción social de responsabilidad contra los administradores⁴³³. Pues bien, los órganos judiciales del Estado de *Delaware* no han establecido lo que habría que entender por «*the vicinity*» o «*the zone of insolvency*». Se sostiene que los acreedores ostentan legitimación para ejercitar la acción social cuando la sociedad es insolvente, dada su condición de nuevos «*residual claimants*»⁴³⁴. Los administradores sociales no son responsables frente a la sociedad por generar o agravar la situación de insolvencia, de conformidad con la «*business judgment rule*» (es decir, siempre que actúen de buena fe, sin

⁴³¹ Véase *Production Resources Group L.L.C. v. NCT Group Inc.*, 863 A.2d 772 (Del.Ch. 2004), páginas 789 y 790. «*Creative language in a famous footnote in Credit Lyonnais was read more expansively by some, not to create a shield for directors from stockholder claims, but to expose directors to a new set of fiduciary duties, this time by creditors. To the extent that a firm is in the zone of insolvency, some read Credit Lyonnais as authorizing creditors to challenge directors' business judgment as breached of a fiduciary duty owed to them. Some cases in the courts of other jurisdictions have embraced this reading. This view of the common law of the corporation is not unproblematic. Arguably, it involves using the law of fiduciary duty to fill gaps that do not exist. Creditors are often protected by strong covenants, liens on assets, and other negotiated contractual protections. The implied covenant of good faith and fair dealing also protects creditors. So does the law of fraudulent conveyance. With these protections, when creditors are unable to prove that a corporation of its directors breached any of the specific legal duties owed to them, one would think that the conceptual room for concluding that the creditors were somehow, nevertheless, injured by inequitable conduct would be extremely small, if extant. Having complied with all legal obligations owed to the firm's creditors, the board would, in that scenario, ordinarily be free to take economic risk for the benefit of the firm's equity owners, so long as the directors comply with their fiduciary duties to the firm by selecting and pursuing with fidelity and prudence a plausible strategy to maximize the firm's value*».

⁴³² En el caso español, como es sabido, el deudor es el único legitimado para solicitar la declaración de concurso con base en su situación de insolvencia inminente, respecto de la cual el artículo 2.3 *in fine* de la Ley Concursal establece que: «(s)e encuentra en estado de insolvencia inminente el deudor que prevea que no podrá cumplir regular y puntualmente sus obligaciones».

⁴³³ *The Delaware General Corporation Law* no contiene una previsión expresa como el artículo 240 de la Ley de Sociedades de Capital que atribuya legitimación extraordinaria y subsidiaria a los acreedores para el ejercicio de la acción social de responsabilidad. La norma, acuñada jurisprudencialmente, es que en situaciones de insolvencia los acreedores se convierten en los «*residual claimants*» con legitimación para ejercitar la acción social. Véase *Production Resources Group L.L.C. v. NCT Group Inc.*, 863 A.2d 772 (Del.Ch. 2004), páginas 790 y 791.

⁴³⁴ Al respecto, véase por todas la resolución de *the Supreme Court of Delaware, North American Catholic Educational Programming Foundation, Inc. v. Rob Gheewalla, Gerry Cardinale and Jack Daly*, 930 A.2d 92 (Del. 2007), 92-103, especialmente la página 101, donde se señala que: «(i)t is well settled that directors owe fiduciary duties to the corporation. When a corporation is solvent, those duties may be enforced by its shareholders, who have standing to bring derivative actions on behalf of the corporation because they are the ultimate beneficiaries of the corporation's growth and increased value. When a corporation is insolvent, however, its creditors take the place of the shareholders as the residual beneficiaries of any increase in value».

incurrir en conflicto de interés, debidamente informados y adopten las decisiones empresariales oportunas con arreglo a un procedimiento de decisión adecuado)⁴³⁵.

La segunda cuestión a la que dio lugar esta resolución trae causa de la interpretación de quienes entendieron que *Credit Lyonnais* proclamaba que los acreedores pueden exigir (en el marco de una «acción individual») responsabilidad a los administradores por incumplimiento de los deberes fiduciarios que les deben *directamente* en situaciones de insolvencia o cercanas a ella («*the vicinity of insolvency*»). Al respecto, una serie de resoluciones culminadas por *Gueewalla*⁴³⁶ han venido a establecer que la única persona legitimada para exigir el cumplimiento de los deberes fiduciarios de los administradores es la propia sociedad. La legitimación de los socios y de los acreedores para exigir el cumplimiento de esos deberes es siempre extraordinaria y subsidiaria. La atribución de este derecho político es una medida de buen gobierno corporativo, porque alinea el interés de la sociedad con el de los «*residual claimants*». *Gueewalla* concluye, siguiendo las argumentaciones de *Vice Chancellor Strine*⁴³⁷, que la regla de *Credit Lyonnais* no supone el establecimiento de un nuevo deber fiduciario exigible por los acreedores, mediante el ejercicio de acciones individuales de responsabilidad por agravar la situación de insolvencia o por deslealtad frente a su interés (una «espada»)⁴³⁸, sino todo lo contrario. *Credit Lyonnais* proporciona una excepción, una medida de defensa a los administradores, frente a acciones individuales de responsabilidad de los socios, en aquellas ocasiones de insolvencia inminente donde las decisiones adoptadas, en aras de la promoción

⁴³⁵ Compárese sin embargo esta solución con la que resulta para el derecho español en virtud de los artículos 2.2, 5.1, 165.1º y 172 *bis* de la Ley Concursal. Posteriormente se realiza el debido análisis pormenorizado al respecto.

⁴³⁶ *Supreme Court of Delaware, North American Catholic Educational Programming Foundation, Inc. v. Rob Gheewalla, Gerry Cardinale and Jack Daly*, 930 A.2d 92 (Del. 2007), 92-103 (*Gheewalla*).

⁴³⁷ Cuando todavía era «*Chancellor*» de «*the Delaware Chancery Court*». Actualmente, Leo E. Strine, Jr. ostenta el cargo de «*Chief Justice of the Delaware Supreme Court*».

⁴³⁸ Compárese de nuevo esta solución con la establecida por la doctrina española que sostiene la estimabilidad de las acciones individuales de responsabilidad, promovidas por los titulares de créditos derivados de contratos, celebrados cuando la sociedad deudora se encuentra en situación de insolvencia inminente o actual. Y hágase lo propio con relación a la responsabilidad solidaria *ex lege* del artículo 367 de la Ley de Sociedades de Capital, en aquellos supuestos donde no se produce un «cierre *de facto*» de la sociedad, procediendo a realizar pagos preferenciales a favor de personas especialmente relacionadas con el deudor o de titulares de créditos de los que responden los socios o los administradores, dejando sin pagar otras deudas.

del interés social, puedan no ser del agrado de los socios (un «escudo»)⁴³⁹. No obstante, las sentencias recaídas con anterioridad a *Gueewalla* plantearon una serie de cuestiones sobre las que merece la pena incidir.

7.2. *Production Resources*

La primera de las resoluciones que cabe citar al respecto es *Production Resources Group L.L.C. v. NCT Group Inc*⁴⁴⁰. En *Production Resources*, un acreedor que había obtenido una sentencia declarativa a su favor (PRG) solicitaba la designación de un *receiver*⁴⁴¹, en vista de que el deudor (NCT), cuya situación de insolvencia se encontraba acreditada⁴⁴², estaba otorgando un trato preferencial al principal acreedor de la sociedad (Salkind, cónyuge de un antiguo consejero), a quien se calificaba como socio de control de hecho («*de facto controlling shareholder*»)⁴⁴³, en

⁴³⁹ Veasey, N. «Counseling the Board of Directors of a Delaware Corporation in Distress», *op. cit.*, página 150: «(i)t makes sense to me that Vice Chancellor Strine is correct in his analysis in *Production Resources and Trenwick* that the *Credit Lyonnais dictum* is not a sword in the hands of creditors to make fiduciary duty claims against directors of a corporation in the “zone of insolvency” for “deepening insolvency” or to provide them with standing to sue derivatively when the corporation is solvent. Rather, it is a shield against stockholder claims that permit directors to consider the interests of creditors when evaluating their business decisions on behalf of the corporation».

⁴⁴⁰ *Production Resources Group L.L.C. v. NCT Group Inc.*, 863 A.2d 772 (Del.Ch. 2004).

⁴⁴¹ Este aspecto del caso es particularmente curioso, pues, como se reconoce en la propia resolución, lo más habitual hubiera sido solicitar la declaración de concurso necesario. Con todo, la sección 291 del *Delaware General Corporation Law* establece que: «(w)henever a corporation shall be insolvent, the Court of Chancery, on the application of any creditor or stockholder thereof, may, at any time, appoint one or more persons to be receivers of and for the corporation, to take charge of its assets, estate, effects, business and affairs, and to collect the outstanding debts, claims, and property due and belonging to the corporation, with power to prosecute and defend, in the name of the corporation or otherwise, all claims or suits, to appoint an agent or agents under them, and to do all other acts which might be done by the corporation and which may be necessary or proper. The powers of the receivers shall be such and shall continue so long as the Court shall deem necessary».

⁴⁴² En derecho estadounidense hay dos tipos de test para acreditar la situación de insolvencia, a los que se refiere la propia resolución en la página 782: «(t)o meet the burden to plead insolvency, PRG must plead facts that show that NCT has either 1) “a deficiency of assets below liabilities with no reasonable prospect that the business can be successfully continued in the face thereof”, or 2) “an inability to meet maturing obligations as they fall due in the ordinary course of business”». Véase también las letras (a) y (b) de la sección 2 del *Uniform Fraudulent Transfer Act* de 1984.

⁴⁴³ *Id.* at 781 «To be clear, Salkind is not technically NCT’s controlling stockholder. Nonetheless, she is undisputedly the primary creditor of the company. The company has a history of defaulting on her loans, paying penalties and refinancing them, and her loans have been procured in exchange for convertible notes and warrants that, if exercised, would give her more shares of NCT than are currently outstanding. Furthermore, Salkind allegedly has liens on all assets of NCT, including the stock of its subsidiaries. In short, it is fairly inferable that Salkind, at her will, can assume practical control over NCT by either exercising her foreclosure rights in default or by converting and becoming a controlling shareholder. In essence, PRG fairly alleges that Salkind is NCT’s *de facto controlling shareholder* and that her interests are being inequitably favored over PRG’s and other creditor’s interests by a complicit board».

detrimento del resto de acreedores, en los que no concurría la condición de «insider»⁴⁴⁴. Además, el acreedor ejercitaba la acción individual de responsabilidad («*direct action*») contra los administradores, por incumplimiento de sus deberes fiduciarios, en la medida en que la sociedad era insolvente y, por tanto (a su juicio), los destinatarios de este deber son los acreedores. Subsidiariamente, se ejercitaba también la acción social de responsabilidad.

Desde luego, no era casual el ejercicio de una acción individual («*direct action*») en lugar de la acción social («*derivative lawsuit*»). Como se recoge en la propia opinión, el objetivo pretendido por PRC era evitar la aplicación de la protección que dispensan a los administradores la «*business judgment rule*»⁴⁴⁵ y las cláusulas estatutarias establecidas con base en la sección 102(b)(7) del *Delaware General Corporation Law*, que extienden la protección de aquélla a las conductas gravemente culposas⁴⁴⁶. Estas protecciones se aplican en caso de ejercicio de la acción social por inobservancia del deber de diligencia, pero no cuando se infringe el deber de lealtad o se interpone una acción individual. Además, el ejercicio de la acción social por los legitimados subsidiarios en derecho estadounidense precisa «*demand requirement*» conforme a

⁴⁴⁴ Id. At 786 «*PRG has pled facts that rationally support the inference NCT's board, facing a situation in which its primary duty is to maximize the value of assets available to satisfy its creditors, is, instead, operating in concert with the company's de facto controlling stockholder to avoid payment of debts to a large creditor, to advantage that controlling stockholder (and her family's companies) and NCT's top managers to the detriment of outside creditors of the firm. This is not to say that a board of an insolvent company may not negotiate in good faith with creditors for the benefit of the firm. Rather, it is to emphasize that here there are facts pled that in days past would be deemed to have raised a claim for "constructive fraud". NCT is permitting Salkind to repeatedly expand her position as a fully secured creditor, to the detriment of PRG and other creditors in the event of liquidation. At the same time, Salkind's family members continue to receive lucrative payments as consultants of the company, money that could be used to pay the debt owed to PRG. Meanwhile, defendant Parrella and Lebovics, two member of the four member NCT board, who Salkind likely has the practical power to displace, continue to draw substantial salaries. And Salkind's new capital infusions are being placed into a subsidiary in order to avoid PRG's collection efforts*».

⁴⁴⁵ El reconocimiento de legitimación a los acreedores para poder ejercitar la acción social no altera en modo alguno la *business judgment rule*. Véase *Angelo, Gordon & Co. V. Allied Riser Comm. Corp.*, 805 A.2d 221, 229 (Del.Ch. 2002).

⁴⁴⁶ Este tipo de cláusulas únicamente afectan a la acción social de responsabilidad (que es la única de la que puede disponer la sociedad). Así, se indica en la página 793: «*(a)lthough section 102(b)(7) itself does not mention creditors specifically, its plain terms apply to all claims belonging to the corporation itself, regardless of whether those claims are asserted derivatively by stockholders or by creditors*». Sin embargo, quedaría fuera de la protección una acción individual de responsabilidad, así como (página 794) «*(a)ny claims that creditors possessed themselves against the firms or its directors – such as claims for breach of contract or for common law or statutory torts like misrepresentation, tortious interference with contract or fraudulent conveyance*». Existen no obstante casos federales donde los jueces del concurso han establecido la no aplicación de esta protección cuando el *trustee* ejercita una acción social contra los administradores en los casos de *Chapter 7* (liquidación). La justificación de esa medida es que la sociedad ha sido disuelta y que los acreedores no son parte del contrato social, por lo que no se les puede oponer la cláusula estatutaria en cuestión.

la *Federal Rule of Civil Procedure* 23.1⁴⁴⁷. El legitimado subsidiario debe acreditar el requerimiento realizado al órgano de administración para que éste ejercite la acción, salvo que pruebe que, en el caso concreto, el órgano de administración no es capaz de adoptar la decisión de interponer la acción de forma desinteresada⁴⁴⁸.

La resolución comienza poniendo de manifiesto que el derecho societario promueve la adopción, por parte de los administradores, de decisiones potencialmente creadoras de valor empresarial. Los acreedores voluntarios deben ser diligentes a la hora de procurarse protección a través de los contratos que celebran *voluntariamente* con la sociedad⁴⁴⁹ (sin perjuicio de la posible aplicación de la normativa concursal o

⁴⁴⁷ Además, se exige que el demandante reuniera la condición de socio cuando tuvieron lugar los hechos, que no pierda la condición de socio durante el procedimiento y que no se halle en conflicto de interés con el resto de socios potencialmente afectados. Véase Allen, W., Kraakman, R. y Subramanian, G. *Commentaries and Cases on the Law of Business Organization*, *op. cit.*, página 378. En derecho español, el artículo 236.1 de la Ley de Sociedades de Capital no contempla los mismos requisitos que el 206.1 de la misma Ley. No obstante, como el producto de la acción social siempre beneficiaría a la sociedad, no se observa conflicto de interés al respecto.

⁴⁴⁸ Allen, W., Kraakman, R. y Subramanian, G. *Commentaries and Cases on the Law of Business Organization*, *op. cit.*, páginas 379 a 411. En este caso, las partes no alegaron razones por las que debía aplicar o no este requisito. *Vice Chancellor* Strine reconoce no obstante el conflicto de interés que puede existir entre acreedores y administradores por la falta de reconocimiento de derechos políticos a favor de los primeros (véase la página 796).

⁴⁴⁹ Según se expone en la página 787: «(t)ypically, creditors may not allege fiduciary duty claims against corporate directors. It is presumed that creditors are capable of protecting themselves through the contractual agreements that govern their relationships with firms. Furthermore, a specific body of law –the law of fraudulent conveyance– exists precisely to protect creditors. And, of course, important elements of federal bankruptcy law also protect creditors. Given that these legal tools exist to protect creditors, our corporate law (and that of most of our nation) expects that the directors of a solvent firm will cause the firm to undertake economic activities that maximize the value of the firm’s cash flows primarily for the benefit of the residual risk-bearers, the owners of the firm’s equity capital. So long as the directors honor the legal obligations that they owe to the company’s creditors in good faith, as fiduciaries they may pursue the course of action that they believe is best for the firm and its stockholders. Indeed, in general, creditors must look to the firm itself for payment, rather than its directors or stockholders, except in instances of fraud or when other grounds exist to disregard the corporate form. These realities, of course, do not mean that the directors are required to put aside any consideration of other constituencies, including creditors, when deciding how to manage the firm. But it does not mean that the directors –as fiduciaries in equity– are primarily focused on generating economic returns that will exceed what is required to pay bills in order to deliver a return to the company’s stockholders who provided equity capital and agreed to bear the residual risk associated with the firm’s operations».

en materia de «*fraudulent transfers*»⁴⁵⁰). *Chancellor Strine* se refiere a *Credit Lyonnais* rechazando que esta resolución dé lugar a un nueva vía de protección de los derechos de los acreedores. «*Somewhat oddly, a decision of this court that attempted to emphasize that directors have discretion to temper the risk that they take on behalf of the equity holders when the firm is in the “zone of insolvency” has been read by some as creating a new body of creditor’s rights law. The Credit Lyonnais decision’s holding and spirit clearly emphasized that directors would be protected*

⁴⁵⁰ La norma de referencia en cuanto a «*fraudulent conveyance law*» es el *Uniform Fraudulent Transfer Act* (UFTA), del año 1984, cuyo inmediato predecesor es el *Uniform Fraudulent Conveyance Act* (UFCA). Sin embargo, todavía hay algunos estados que se siguen rigiendo por esta última norma e incluso otros que se siguen basando en el *common law*. Al respecto, Lipson, J. «*Enron, Asset Securitization and Bankruptcy Reform: Dead or Dormant?*», *11 Journal of Bankruptcy Law & Practice* 101, 111 (2002)».

La sección 4 del UFTA abarca los actos o negocios jurídicos rescindibles a instancias de cualquier acreedor (ya fuera su crédito anterior al hecho impugnado o no), para lo que comprende dos tipos de fraude. El primero (sección 4(a)(1)) requiere la acreditación de la intención fraudulenta («*actual fraud*»). La Ley establece una serie de elementos a ponderar para determinar la existencia de intención fraudulenta (sección 4(b)), como los pagos realizados a favor de personas especialmente relacionadas con el deudor («*insiders*»), los hechos en situaciones de insolvencia, la ocultación o la contraprestación recibida. El segundo tipo de fraude (sección 4(a)(2)) es el presunto («*constructive fraud*»). Puede alegarse cuando el deudor no recibe contraprestación suficiente («*reasonably equivalent value*») y, como consecuencia de dicho acto o negocio jurídico, (i) «*was engaged or was about to engage in a business or a transaction for which the remaining assets of the debtor were unreasonably small in relation to the business or transaction*» (infra-capitalización nominal) o (ii) «*intended to incur, or believed, or reasonably should have believed that he or she would incur, debts beyond his or her ability to pay as they became due*» (situación de insolvencia actual) –en derecho español la relación de causalidad se exige a efectos de complicidad (art. 166 LC), pero no para la reintegración (art. 71 LC)–. La acción caduca en estos casos (intención fraudulenta o fraude presunto alegado por acreedores presentes y futuros) a los cuatro años (sección 9 (a) y (b)).

Los acreedores titulares de créditos existentes a la fecha del acto o negocio jurídico cuya rescisión se pretende (pero no los «*futuros*») están facultados para pedir la rescisión (sección 5 (a)) cuando el deudor, *sin recibir contraprestación suficiente* («*reasonably equivalent value*»), «*was insolvent at that time or (...) became insolvent as a result of the transfer or obligation*». El plazo de caducidad es de cuatro años (sección 9 (b)). Los «*acreedores presentes*» también pueden instar la rescisión (sección 5 (b)) cuando, con independencia de la existencia de «*reasonably equivalent value*», el deudor, encontrándose en situación de insolvencia, hace un pago a favor de un crédito de un «*insider (who) had reasonable cause to believe that the debtor was insolvent*». En este caso, el plazo de caducidad es de un año (sección 9 (c)).

Estas acciones rescisorias de derecho estatal se pueden ejercitar por parte del propio deudor («*debtor-in-possession*»), en el caso del «*Chapter 11*», o por el «*trustee*», en el caso del «*Chapter 7*», en el marco de los procedimientos judiciales de insolvencia (federales). Sin embargo, como es característico de los «*avoiding powers*» del *U.S. Bankruptcy Code*, el ejercicio es únicamente posible cuando todavía hay algún acreedor insatisfecho que hubiera podido tener legitimación para ejercitar la acción conforme a derecho estatal (en algunos casos no tienen legitimación los acreedores posteriores al acto o negocio jurídico en cuestión). Los plazos de caducidad son también los que establece el derecho estatal (véase la sección 544 (b) del *U.S. Bankruptcy Code*).

Además, el *U.S. Bankruptcy Code* contempla una acción de «*clawback (actual & constructive fraud)*» sometida a derecho federal, cuya justificación trae causa de los supuestos donde el deudor opera en distintos estados. En este caso, sin embargo, el plazo de caducidad es de dos años (véase la sección 548 (a) del *U.S. Bankruptcy Code*).

by the business judgment rule if they, in good faith, pursued a less risky business strategy precisely because they feared that a more risky strategy might render the firm unable to meet its legal obligations to creditors and other constituencies (...). In other words, Credit Lyonnais provided a shield to directors from stockholders who claimed that the directors had a duty to undertake extreme risk so long as the company would not technically breach any legal obligations (...)»⁴⁵¹.

En el caso enjuiciado, sin embargo, se había acreditado que la sociedad deudora (NTC) se hallaba en situación de insolvencia, momento a partir del cual es pacífico reconocer legitimación a los acreedores para el ejercicio de la acción social. «*When a firm has reached the point of insolvency, it is settled under Delaware law, the firm's directors are said to owe fiduciary duties to the company's creditors*⁴⁵². *This is an uncontroversial proposition and does not completely turn on its head the equitable obligations of the directors to the firm itself. The directors continue to have the task of attempting to maximize the economic value of the firm. That much of their job does not change. But the fact of insolvency does necessarily affect the constituency on whose behalf the directors are pursuing that end. By definition, the fact of insolvency places the creditors in the shoes normally occupied by the shareholders –that of residual risk-bearers–. Where the assets of the company are insufficient to pay its debts, and the remaining equity is underwater, whatever remains of the company's assets will be used to pay creditors, usually either by seniority of debt or on a pro rata basis among debtors of equal priority*». A pesar de establecer expresamente que la insolvencia da lugar a un cambio en el destinatario de los deberes fiduciarios de los administradores sociales, la sociedad es la única

⁴⁵¹ Páginas 787 y 788.

⁴⁵² *Geyer v. Ingersoll Publications Co.*, 621 A.2d 784, 787 (Del.Ch. 1992) (“*The General rule is that directors do not owe creditors duties beyond the relevant contractual terms. (...) When the insolvency exception arises, it creates fiduciary duties for directors for the benefit of creditors*”).

beneficiaria realmente⁴⁵³. Además, la propia resolución explica, a continuación, que el cambio no es tanto en los destinatarios de los deberes fiduciarios⁴⁵⁴, como en los titulares del derecho residual sobre los activos del deudor⁴⁵⁵. Los administradores sociales deben seguir centrando sus actuaciones en la inversión en proyectos empresariales con valor actual neto positivo, susceptibles de maximizar el valor razonable de la empresa a medio y largo plazo⁴⁵⁶. La resolución advierte de que el reconocimiento de un abanico amplio de supuestos para ejercitar la «acción individual», respecto a sociedades insolventes que continúan su actividad

⁴⁵³ De hecho, las acciones ejercitadas por los acreedores contra los administradores sociales por vulneración de sus deberes fiduciarios siguen siendo acciones derivativas (la acción social de responsabilidad). En la página 776 se indica al respecto que «(c)laims of this type are classically derivative, in the sense that they involve an injury to the corporation as an entity and any harm to the stockholders and creditors is purely derivative of the direct financial harm to the corporation itself. The fact that the corporation has become insolvent does not turn such claims into direct creditor claims, it simply provides creditors with standing to assert those claims (...) if the improper acts occur when the firm is insolvent, they operate to injure the firm in the first instance by reducing its value, injuring creditors only indirectly by diminishing the value of the firm and therefore the assets from which the creditors may satisfy their claims». Por su parte, en las páginas 792 y 793 se establece que: «thus, regardless of whether they are brought by creditors when a company is insolvent, these claims remain derivative, with either shareholders or creditors suing to recover for a harm done to the corporation as an economic entity and any recovery logically flows to the corporation as an economic entity and any recovery logically flows to the corporation and benefits the derivative plaintiffs indirectly to the extent of their claim on the firm's assets (...). The firm's insolvency simply makes the creditors the principal constituency injured by any fiduciary breaches that diminish the firm's value and logically gives them standing to pursue these claims to rectify that injury (...). The later fact of insolvency does not transform the nature of claim; it simply changes the class of those eligible to press the claim derivatively, by expanding it to include creditors».

⁴⁵⁴ En cuanto a las acciones ejercitadas por los socios en su propio interés, se trata en la mayoría de los casos de «class actions» que obedecen a reclamaciones por infracción de la normativa del derecho del mercado de valores estadounidense. Al respecto, véase Allen, W., Kraakman, R. y Subramanian, G. *Commentaries and Cases on the Law of Business Organization*, op. cit., páginas 367 y 368.

⁴⁵⁵ Se incide en este mismo sentido en las páginas 792 y 793: «the fact of insolvency does not change the primary object of the directors' duties, which is the firm itself. The firm's insolvency simply makes the creditors the principal constituency injured by any fiduciary breaches that diminish the firm's value and logically gives them standing to pursue these claims to rectify that injury. Put simply, when a director of an insolvent corporation, through a breach of fiduciary duty, injures the firm itself, the claim against the director is still one belonging to the corporation. (...) The later fact of insolvency does not transform the nature of the claim; it simply changes the class of those eligible to press the claim derivatively, by expanding it to include creditors».

⁴⁵⁶ En la nota a pie 57 se realiza la siguiente reflexión: «(o)f course, when a firm is insolvent, creditors do not become the residual claimants with interests entirely identical to stockholders, they simply become the class of constituents with the key claim to the firm's remaining assets. (...) Because creditors have no interest beyond the debts owed to them, they have no incentive (and much to risk) by encouraging business strategies that would risk the payment of the bulk of their claims but provide some hope that the firm's value will increase to the level at which there could be a return for the equity. It is for this reason that Chancellor Allen's Credit Lyonnais decision emphasized the duties of the directors to the firm and their duty to responsibly maximize its value, a duty that might require pursuing a strategy that neither the stockholders nor the creditors would prefer».

empresarial al margen del concurso, podría suponer, por ejemplo⁴⁵⁷, que los administradores fueran responsables del daño causado a los acreedores que contrataran con la sociedad, tanto por la realización de afirmaciones falsas (en cuyo caso no habría duda) como por la omisión de información relevante sobre la que no indagaran los acreedores⁴⁵⁸ (como ocurre en derecho español ocasionalmente).

Como cuestión novedosa, *Vice Chancellor Strine* plantea la posibilidad de someter los pagos preferenciales a la acción social. Cuestiona si se trata de una acción de daños realmente *individual* o concerniente a todos los acreedores no favorecidos por los pagos preferenciales, en cuyo caso convendría que el crédito resarcitorio ingresara en el patrimonio social⁴⁵⁹. Su inquietud es que el reconocimiento de legitimación para ejercitar la acción individual respecto a pagos preferenciales pueda resultar nocivo para el interés social, al desviar la atención de los administradores de su labor de maximizar el valor de la empresa. Además, insiste en que los pagos preferenciales a favor de un «*insider*» podrían haber quedado sujetos a una acción rescisoria, ya fuera en el marco o al margen del procedimiento judicial de insolvencia. La resolución valora finalmente que el daño causado por los pagos preferenciales se producirá directamente en el patrimonio del acreedor instante de la acción individual casi siempre⁴⁶⁰. Apoyándose en *Asmussen*⁴⁶¹, «*the Delaware Chancery Court*» concluye que los administradores sociales no incumplan su deber de lealtad por realizar pagos

⁴⁵⁷ En un sentido más amplio, en la página 797 se reconoce la dificultad de la materia objeto de análisis: «*(w)hen a firm is insolvent, the directors are said to owe fiduciary duties to the creditors, much like the directors of solvent firms owe such duties to the stockholders. The important unanswered question is precisely what the contents of those duties are. As Justice Frankfurter famously stated (Securities and Exchange Commission v. Chenery Corp., 318 U.S. 80, 85-86, 63 S.Ct.): “But to say that a man is a fiduciary only begins analysis; it gives direction to further inquiry. To whom is he a fiduciary? What obligations does he owe as fiduciary? In what respects has he failed to discharge these obligations? And what are the consequences of his deviation from duty?”*».

⁴⁵⁸ Página 797: «*(t)he directors of an insolvent corporation must retain the right to negotiate in good faith with creditors and to strike fair bargains for the firm. To what extent should the “fiduciary” status of the directors impinge on such negotiations? Would it, for example, expose the directors to liability under principles of common law fraud for material omissions of fact to creditors in negotiations, and not simply for affirmative misrepresentations? And in precisely what circumstances would creditors be able to look directly to the directors for recompense as opposed to the firm?».*

⁴⁵⁹ Página 792.

⁴⁶⁰ Página 797.

⁴⁶¹ *Asmussen v. Quaker City Corp.*, 156 A. 180 (Del.Ch. 1931). Se trata de un supuesto en el que un acreedor quedó excluido del reparto del haber social que tuvo lugar entre otros acreedores (ninguno de ellos reunía la condición de persona especialmente con el deudor). La página 180 indica que: «*may the directors of an insolvent corporation which has either ceased to do business or contemplates a cessation of business, prefer certain of its unsecured creditors over others, the favored creditors not including among their number any of the officers, directors or stockholders?»*

preferenciales que suponen la alteración del principio de paridad de trato entre acreedores de la misma clase⁴⁶², salvo que se hagan a favor de una persona relacionada «*absent self-dealing*»⁴⁶³. En caso contrario (pagos preferenciales a favor de persona especialmente relacionada), se abre la puerta al posible ejercicio de las acciones social e individual. Además, con buen criterio, la resolución indica que los acreedores que deseen protección frente a los pagos preferenciales deben solicitar la

⁴⁶² En palabras del propio *Vice Chancellor Strine* (página 798): «*directors of insolvent firms may appropriately prefer particular creditors over others of equal priority. But that line of authority also indicates that if that discrimination is motivated by self-interest, then a breach of fiduciary duty may be found*». En las páginas 797 y 798 se llega a plantear la revisión de esta doctrina, argumentando si cabría también el ejercicio de una acción individual en otros casos de pagos preferenciales, aunque no hubiera conflicto de interés. «*Suppose that the directors of an insolvent firm do not undertake conduct that lowers the value of the firm overall, or of creditors in general, but instead take action that frustrates the ability of a particular creditor to recover, to the benefit of the remainder of the corporation's creditors and of its employees. Could this conceivably be a breach of the director's fiduciary duties to the particular injured creditor and, if so, under what circumstances? Would that creditor have to show that the directors did not rationally believe that their actions (e.g., in trying to maintain the operations of the firm) would eventually result in the creation of value that would enable payment of the particular creditor's claim? To at least my mind, there are a myriad of policy considerations that would arise by the indulgence of a fiduciary duty claim of this type and that I am reluctant to ponder their viability without better help from briefing by adversarial parties (...). The question that arises is whether pure self-dealing is the only fiducially-invidious reason that might justify a direct claim by a disadvantaged creditor (...). There might be, possibly exist circumstances in which the directors display such a marked degree of animus towards a particular creditor with a proven entitlement to payment that they expose themselves to a direct fiduciary duty claim by that creditor*». Se incide en ello en la nota a pie 77: «*(t) o the extent that the directors are analogized as becoming trustees of a corporate pool of assets for creditors when the corporation is insolvent, it is worth noting that one of the fiduciary duties owed by trustees is that of impartiality (...). The trust law duty of impartiality does not necessarily require equal treatment but it does prohibit a trustee from disadvantaging particular beneficiaries for invidious reasons*».

⁴⁶³ Página 183: «*I conclude that equity will not treat the assets of an insolvent corporation as a trust fund for the benefit of the creditors, in the sense that one creditor has a right to be paid his debt pari passu with all other creditors similarly situated, and that, if he is not so paid, he may hold the directors accountable as for a breach of trust. Whether director-debtors or others who are similarly circumstanced in point of advantage are to be excepted from those who may be favored by payment in full, is a question which I do not pass upon, it not being presented by the case*». Véase, asimismo, *Pennsylvania Co. For Insurances on Lives and Granting Annuities v. South Broad St. Theatre Co.*, 174 A. 112, 115-116 (Del.Ch. 1934), donde se condenaba al pago de los daños y perjuicios (la parte que le hubiera correspondido al acreedor (página 116): «*(t) he principle upon which the rule rests that forbids a director-creditor to enjoy a preference over others in the circumstance of the company's insolvency, is variously stated. By most of the authorities it is posited on the so-called "trust fund theory," by which capital assets are said to constitute a trust fund for creditors. By others it is said to be based on the inequity of allowing a director to take advantage of the superior means of information which he enjoys over other creditors, conjoined as it is with the a power or influence which enables the possessor to reap a personal advantage over others whose claims are equally meritorious*».

declaración judicial de insolvencia («*involuntary case*») para desplegar los efectos de la *par condicio creditorum*⁴⁶⁴.

Como la sociedad deudora estaba haciendo pagos preferenciales a favor de su principal acreedor (su socio de control *de facto*)⁴⁶⁵, se desestimó la «*motion to dismiss*» respecto a la petición para el nombramiento de un «*receiver*» y al ejercicio de la acción social de responsabilidad⁴⁶⁶. Es importante señalar que este conflicto de interés es «posicional», pues el acreedor actúa en su condición de tal, por lo que, en derecho español, de ejercitarse la acción social, estos pagos no deberían constituir infracción del deber de lealtad, resultando plenamente de aplicación la «*business judgment rule*». Como se expone a continuación, en *Gueewhalla* la *Supreme Court*

⁴⁶⁴ Página 182 (si bien se hacía referencia a la designación de un *receiver*): «(t)he fact of insolvency, out of which arises the apprehended danger of discrimination among creditors, supplies in itself a reason for seeking the appointment of a receiver, as does also the fact of formal dissolution under the statute. So that any creditor, who is unwilling to entrust his chances of fair treatment to the officers and directors of the corporation, has recourse open to him to resort to the courts where he may ask that the corporate assets be drawn under administration upon a basis of equity. The creditor is therefore not helpless. While it may be said that to compel creditors to seek protection by receivership proceedings casts upon them the burden of vigilance, the reply is that such is a burden that creditors have always been generally expected to assume. This burden, as against an individual debtor, is one that the law in this State so rigorously imposes that creditors are required to bear it to the extent of competing in a race for judgments and executions. A creditor of an insolvent corporate debtor, however is given a special indulgence by the law, one that if his debtor were an individual is denied to him, viz.: the right promptly upon insolvency to ask in substance that no race be run by creditors, that a receivership be appointed for all of the debtor's assets and they be applied for the benefit of all creditors with equal impartiality to the slothful as well as to the swift (...).».

⁴⁶⁵ Por tanto, la protección de la cláusula estatutaria relativa a la sección 102 (b)(7) del *Delaware General Corporation Law* no resultaba de aplicación. Véase las páginas 799 y 800.

⁴⁶⁶ En las páginas 800 y 801 se establece que: «(i)n indulging the possibility that PRG might prevail on either a derivative or individual claim, I want to make it clear what this opinion does not conclude. I do not rest my decision in any manner on the proposition that it is a breach of fiduciary duty for the board of an insolvent company to engage in vigorous, good-faith negotiation with a judgment creditor. That, in fact, might be the duty of a board, which necessarily has to balance the interests of all those with a claim to the firm's inadequate assets. What is pled here, however, is a suspicious pattern of dealing that raises the legitimate concern that the NCT board is not pursuing the best interests of NCT's creditors as a class with claims on a pool of insufficient assets, but engaging in preferential treatment of the company's primary creditor and *de facto* controlling stockholder (and perhaps of its top officers, who are also directors) without any legitimate basis for the favoritism. On a motion to dismiss, it would therefore be improvident to conclude that there is no possibility of a recovery against the defendants. As the case proceeds, however, the opportunity will arise to revisit some of these questions with better input from the parties. In particular, it will be important to better understand the precise justification for equity's role in cases like this, an understanding that needs to be informed by the scope of the legal rights that PRG possesses as a creditor against NCT and its directors and officers. Evaluating a creditor's claim that directors have breached fiduciary duties owed to the firm involves no novel inquiry, as the court can draw deeply on the principles that apply in typical derivative cases. The extent of the fiduciary obligations directors and officers owe in their dealings with specific creditors of insolvent firms is a far less settled matter. In general, equity is reluctant to create remedies when adequate legal remedies already exist. It may well be, for example, that upon close examination, existing principles of tort or contract law are sufficient when applied with the understanding that directors bear a fiduciary relation to creditors when a firm is insolvent».

of Delaware ha rechazado que los acreedores estén legitimados para ejercitar la acción individual en casos de pagos preferenciales a favor de personas especialmente relacionadas con el deudor o los administradores. Sin embargo, una reciente resolución de la *Delaware Chancery Court* considera que procede enjuiciar estos pagos bajo el tamiz de la acción social⁴⁶⁷.

7.3. *Trenwick America*

Otra resolución judicial que merece ser destacada, a propósito del debate en torno a los deberes fiduciarios de los administradores en situaciones de insolvencia actual o inminente, es *Trenwick America Litigation Trust v. Ernst & Young, L.L.P.*⁴⁶⁸. En este caso, una compañía aseguradora cotizada adquirió a valor razonable otras tres sociedades aseguradoras con las que no tenía ningún tipo de vínculo previo («*at arm's length*»). A continuación llevó a cabo una reorganización societaria por motivos fiscales, de modo que se creó una estructura de doble-holding. La sociedad filial (*Trenwick America*) de la dominante (*Trenwick*) asumió gran parte de la deuda con la que se financió la compraventa de las sociedades, en contraprestación por la adquisición de varias líneas de negocio (el balance resultante no reflejaba ningún desequilibrio patrimonial)⁴⁶⁹. Pues bien, ambas sociedades solicitaron la declaración de concurso («*Chapter 11*») al cabo de cinco años. La situación de insolvencia se produjo porque las demandas de los asegurados fueron muy superiores a las estimaciones de las sociedades aseguradoras adquiridas, lo que produjo que las sociedades holding no pudieran atender la cobertura del servicio de la deuda financiera. Es remarcable que diez de los once miembros del órgano de administración eran consejeros independientes y que el restante era el director general de la sociedad que se embarcó en el proyecto expansivo a través de la adquisición de dichas sociedades. Como otro dato relevante, la sociedad tenía un accionariado disperso; no había ningún socio de control. La demanda contra los administradores se interpuso en este caso por el «*litigation trust*» que adquirió todos los bienes y derechos de la sociedad como consecuencia de la aprobación del convenio de acreedores («*plan of reorganization*»). El «*trust*» ejercitó una acción social de responsabilidad por daños contra todos los administradores de las dos sociedades

⁴⁶⁷ Véase *Quadrant Structured Products Co., Ltd. v. Vertin, C.A.* No. 6990-VCL, slip op., LEXIS 193 (Del.Ch. Oct. 1, 2014), que estima la legitimación de los acreedores para ejercitar la acción social con base en la infracción del deber de lealtad por la realización de pagos preferenciales a favor de una persona vinculada.

⁴⁶⁸ *Trenwick America Lit. v. Ernst & Young*, 906 A.2d 168 (Del.Ch. 2006).

⁴⁶⁹ Para una relación circunstanciada de los hechos, véase las páginas 175 a 189.

holding, con base en la estrategia expansiva negligente que llevó a la sociedad a la situación de insolvencia en detrimento de sus acreedores preexistentes («*fiduciary duty claim*»)⁴⁷⁰. Se afirmaba que los deberes fiduciarios eran exigibles por los acreedores por la situación de insolvencia de las sociedades. Además, se reclamaba a los administradores de la filial el daño causado por haber agravado la situación de insolvencia de la sociedad («*direct action for deepening insolvency*») y sobre la base de la existencia de «*common law fraud*» («*the books and records of the companies must have contained knowing misrepresentations of material facts*»). La demanda se dirigía, por último, contra ciertos asesores de la sociedad dominante del grupo, por su implicación en los hechos que suponían el incumplimiento de los deberes fiduciarios de los administradores y el «*fraud*» («*aiding and abetting*»⁴⁷¹).

Tras incidir de nuevo en las protecciones a las que deberían en primer lugar los acreedores (contractuales *ex ante* –obligaciones de hacer y no hacer; causas de

⁴⁷⁰ En el caso concreto de la filial se alegaba que el incumplimiento de los deberes fiduciarios obedecía también al hecho de haber constituido garantías reales sobre sus activos para la seguridad de deudas contraídas por la sociedad dominante (página 188): «(t)he Trenwick America directors are accused of identical conduct and conspiring with the Trenwick directors. As to them, however, the Litigation Trust makes the argument that they faced a conflict the Trenwick directors did not –a conflict among the constituencies of Trenwick America. That is, the Trenwick America directors are alleged to have injured the creditors of Trenwick America, by causing its assets to be pledged to support other subsidiaries owned by Trenwick, at a time when Trenwick America was insolvent. For that reason, the Trenwick America directors are alleged to have violated their fiduciary duties, because the focus of the Trenwick America board had to be solely upon making sure Trenwick America could satisfy as many of the legal claims of its creditors as possible, with the equity owner and parent, Trenwick, being out of the picture as a result of its corporate child's insolvency».

⁴⁷¹ *Malpiede v. Townson*, 780 A.2d 1075, 1096-97 (Del. 2001). «A third party may be liable for aiding and abetting a breach of a corporate fiduciary's duty to the stockholders if the third party "knowingly participates" in the breach».

vencimiento anticipado o de resolución— y «*fraudulent transfers ex post*»⁴⁷², se afirma con rotundidad que la insolvencia no es óbice para que la sociedad o la empresa (en casos de concurso) sea la destinataria de los deberes fiduciarios de los administradores. El cambio en los «*residual claimants*» en situaciones de insolvencia no significa que los administradores deban lealtad *directamente* a los acreedores. Así se establece en las páginas 194 y 195: «(t)he general rule embraced by Delaware is the sound one. So long as directors are respectful of the corporation's obligation to honor the legal rights of its creditors, they should be free to pursue in good faith profit for the corporation's equityholders. Even when the firm is insolvent, directors are free to pursue value maximizing strategies, while recognizing that the firm's

⁴⁷² Páginas 173 y 174: «settled law indicates that the holding company owed no fiduciary duty to the top U.S. subsidiary or that entity's creditors. If the holding company, as controlling stockholder, owed no such duties, it is impossible to fathom how the holding company's directors owed such duties. Moreover, the mere fact that the holding corporation caused its wholly-owned subsidiary to take on more debt to support the holding corporation's overall business strategy does not buttress a claim. Wholly-owned subsidiary corporations are expected to operate for the benefit of their parent corporations; that is why they are created. Parent corporations do not owe such subsidiaries fiduciary duties. That is established Delaware law. That is not to say that Delaware law leaves the creditors of subsidiaries without rights. That would be inaccurate. Delaware has a potent fraudulent conveyance statute enabling creditors to challenge actions by parent corporations siphoning assets from subsidiaries. And Delaware public policy is strongly supportive of freedom of contract, thereby supporting the primary means by which creditors protect themselves — through the negotiations of toothy contractual provisions securing their right to seize on the assets of the borrowing subsidiary. What Delaware law does not do is to impose retroactive fiduciary obligations on directors simply because their chosen business strategy did not pan out. That is what the Litigation Trust seeks here, to emerge from the wreckage wielding the club that the holding company's own failed subsidiary can now accuse the holding company's directors of a breach of fiduciary duty. To sanction such a bizarre scenario would undermine the wealth-creating utility of the business judgment rule (...). Refusal to embrace deepening insolvency as a cause of action is required by settled principles of Delaware law. So, too, is a refusal to extend to creditors a solicitude not given to equityholders. Creditors are better placed than equityholders and other corporate constituencies (think employees) to protect themselves against the risk of firm failure. The incantation of the word insolvency, or even more amorphously, the words zone of insolvency should not declare open season on corporate fiduciaries. Directors are expected to seek profit for stockholders, even at risk of failure. With the prospect of profit often comes the potential for defeat».

creditors have become its residual claimants and the advancement of their best interests has become the firm's principal objective»⁴⁷³.

La solicitud de sobreseimiento («*motion to dismiss*») se estima, en primer lugar, respecto a la demanda dirigida contra los administradores de la sociedad dominante (*Trenwick*)⁴⁷⁴ (el «*trust*» era el cesionario de los derechos de la sociedad filial)⁴⁷⁵. Se afirma que estos no tienen ningún deber fiduciario frente a la sociedad filial

⁴⁷³ En la nota a pie 75 (páginas 195 y 196) se precisa que: «(i)n other words, insolvency does not suddenly turn directors into mere collection agents. Rather, the creditors become the enforcement agents of fiduciary duties because the corporation's wallet cannot handle the legal obligations owed. Theft from the firm remains theft from the firm, even if the firm as seen by academics is a legal fiction. In other words, the fiduciary duty tool is transferred to the creditors when the firm is insolvent in aid of the creditor's contract rights. Because, by contract, the creditors have the right to benefit from the firm's operations until they are fully repaid, it is they who have an interest in ensuring that the directors comply with their traditional fiduciary duties of loyalty and care. Any wrongful self-dealing, for example, injures creditors as a class by reducing the assets of the firm available to satisfy creditors. To ensure that the directors manage the enterprise to maximize its value so that the firm can meet as many of its obligations to creditors as possible —the new goal of the firm— the jurisprudence refers to the directors as owing fiduciary duties to the firm and its creditors. The judicial decisions indicating that directors owe fiduciary duties to the firm when it is insolvent (...) indeed, they seem to me more a judicial method of attempting to reinforce the idea that the business judgment rule protects the directors of solvent, barely solvent, and insolvent corporations, and that the creditors of an insolvent firm have no greater right to challenge a disinterested, good faith business decision than the stockholders of a solvent firm. To this point, many firm life cycles have involved an emergence from bankruptcy with the firms' former creditors emerging in the form of the firms' new equityholders». Y en la página 199 se concluye que: «(i)n a situation where creditors cannot state a claim that such contractual protections have been breached and cannot prove a fraudulent conveyance claim, the creditors' frustration does not mean that there is a gap in the remedial fabric of the business law that equity should fill. Rather, it means that we remain a society that recognizes that reward and risk go together, and that there will be situations when business failure results in both equity and debt-holders losing some money».

⁴⁷⁴ Véase las páginas 191 a 193.

⁴⁷⁵ La resolución afirma que el «*trust*» carecía de acción para dirigirse contra los administradores de la sociedad dominante, salvo que se acudiera a la doctrina del levantamiento del velo («*piercing corporate veil*»). La legitimación pasiva recaería sobre la sociedad dominante, no sobre su órgano de administración (página 194): «as I understand Delaware law, the *Litigation Trust* may not assert claims on behalf of *Trenwick America* against the *Trenwick* board of directors without piercing *Trenwick's* veil in some manner. That is, if there was a breach of fiduciary duty by conduct at the *Trenwick-level* toward *Trenwick America*, the proper defendant is *Trenwick* itself, as the parent corporation, not the directors of *Trenwick*. Delaware law does not blithely ignore corporate formalities and the *Litigation Trust* has not explained how the *Trenwick* directors, as opposed to *Trenwick*, can be deemed to be a "controlling stockholder" group that owes fiduciary duties to a subsidiary». No se plantea que los acreedores pudieran ejercitar una acción subrogatoria en el crédito resarcitorio de la filial frente a la sociedad dominante o incluso su órgano de administración. Tampoco se plantea que la sociedad dominante o su órgano de administración pudiera reunir la condición de administrador de hecho u oculto de la filial. En las páginas 198 y 199 se indica que la vía adecuada para rescindir las garantías otorgadas a favor de los acreedores de la sociedad dominante *Trenwick* era la de la normativa de rescisión por fraude de acreedores («*fraudulent transfer law*»). Según se ha expuesto, a diferencia del derecho español no basta con acreditar el perjuicio causado a la masa activa (o a la *par condicio creditorum* según jurisprudencia pacífica), sino que se exige que como consecuencia del acto en cuestión (i) la sociedad fuera o deviniera insolvente inmediatamente; (ii) estuviera infra-capitalizada; o (iii) incurriera en deudas de tal manera que no fuera a ser capaz de cumplir con sus obligaciones exigibles de forma regular.

íntegramente participada por la dominante o sus acreedores. A mayor abundamiento, ni siquiera existiría causa de pedir si la demanda hubiera sido interpuesta por la sociedad dominante, por cuanto no se acredita la existencia de conflicto de interés (infracción del deber de lealtad). Además, los estatutos contenían la protección basada en la sección 102(b)(7) del *Delaware General Corporation Law* (que extiende la protección de la «*business judgment rule*» a los casos de negligencia grave –deber de diligencia– siempre que se actúe sin dolo –«*intentional misconduct*»– o cumpliendo de buena fe la normativa aplicable –«*knowing violation of the law*»–).

Idéntica suerte corre la acción social ejercitada contra los administradores de la sociedad filial (*Trenwick America*). Lo primero que se señala es que, sin perjuicio de la aplicación de las normas en materia de «*fraudulent transactions*»⁴⁷⁶, en el caso de sociedades íntegramente participadas, el interés social que ha de promover el órgano de administración bajo el derecho de *Delaware* no es el de la filial, sino el de la sociedad dominante⁴⁷⁷ (y más en este caso donde no se acreditó la situación de insolvencia). «*In the absence of any indication that they would be causing Trenwick America to violate legal obligations owed to others, the Trenwick America board was free to take action in aid of its parent's business strategy. (...) Delaware law does not embrace the concept that a director of a wholly-owned subsidiary owes a duty to second-guess the business judgment of its parent corporation. (...) following*

⁴⁷⁶ Si bien se señala que estas normas no han creado una causa de pedir con base en la doctrina de «*aiding and abetting*», de modo que la legitimación activa y pasiva corresponde a las partes del acto o negocio jurídico enjuiciado (página 203).

⁴⁷⁷ Página 200. «*To the extent that Trenwick America was a wholly-owned solvent subsidiary of Trenwick, the fiduciary duties owed by the Trenwick America board ran to Trenwick. Our Supreme Court has made it clear that, "in a parent and wholly-owned subsidiary context, directors of the subsidiary are obligated only to manage the affairs of the subsidiary in the best interests of the parent and its shareholders". Likewise, this court, through then Vice-Chancellor, now Chief Justice Steele, has noted that this is not a novel concept, but a long "settled rule of law".*

and supporting the parent's strategy would not violate any legal obligation the subsidiary owes to another»⁴⁷⁸.

En cuanto a la acción individual por agravamiento de la situación de insolvencia («*deepening insolvency*»), la resolución afirma que la situación de insolvencia no impone al órgano de administración el deber de suspender la actividad empresarial o incluso liquidar la sociedad, sino todo lo contrario⁴⁷⁹. Además, los acreedores carecen de legitimación para ejercitar una acción individual, ya que no se trataría de daño extracontractual, pues el crédito resarcitorio corresponde a la sociedad. Por tanto, resulta de aplicación la «*business judgment rule*»⁴⁸⁰. «*If the board of an insolvent corporation, acting with due diligence and good faith, pursues a business strategy that it believes will increase the corporation's value, but that also involves the incurrence of additional debt, it does not become a guarantor of that strategy's success. That the strategy results in continued insolvency and an even more*

⁴⁷⁸ Es más, como no se acredita que las sociedades fueran insolventes cuando se produjeron los hechos, la resolución establece en las páginas 201 y 202 que: «*(r)ather, the law is that the Trenwick America directors were obligated to manage Trenwick America with loyalty to Trenwick, the company's sole stockholder. To the extent that the Trenwick America directors acceded to their parent's wishes and lent support to its business strategy, there is no basis to fault them. That is even so if the Trenwick America board took actions that made Trenwick America less valuable as an entity. If the Trenwick America board authorized the subsidiary to provide (as it appears to have done) guarantees to Trenwick's creditors that supported Trenwick's overall business, they would have been managing the subsidiary to benefit its parent: a proper goal. Such guarantees may reduce the value of the subsidiary conceived as a stand-alone entity but that in itself is of no moment. The payment of a dividend from a subsidiary to a parent does the same thing. If the dividend remains in the subsidiary, the subsidiary is better able to satisfy the future claims of creditors and to conduct its own operations. In pondering whether to pay a dividend, however, a subsidiary board is permitted to act to benefit its parent, not simply the subsidiary itself, for the obvious reason that wholly-owned subsidiaries are formed by parents to benefit the parents, and not for their own sake*». Este razonamiento trae causa de la desestimación de una acción individual, pero no desautorizaría el ejercicio de una acción rescisoria, si se dieran los requisitos para ello, como señala la propia resolución. En la nota a pie 95 (páginas 202 y 203) se trae a colación la siguiente doctrina judicial: «*(t)he decision in McMullin v. Beran, 765 A.2d 910 (Del. 2000), does not aid the Litigation Trust (...). In any event, what is critical here is that McMullin does not purport to hold that the board of a wholly owned subsidiary must engage in a separate process of deliberation, in order to consider whether a parent's acquisition strategy is sound, even if that strategy requires financial support or other aid from the subsidiary*». No se plantea que la sociedad dominante o incluso su órgano de administración pudieran reunir la condición de administradores de hecho de la filial. Esta solución sería más correcta, pues permitiría enjuiciar los actos en cuestión, por mucho que eventualmente pudieran quedar amparados por la *business judgment rule* o por la cláusula estatutaria exculpatoria de la sección 102 (b)(7) del *Delaware General Corporation Law* (que en este caso no se había incluido en los estatutos de la filial –página 202–).

⁴⁷⁹ Página 204. «*Delaware law imposes no absolute obligation on the board of a company that is unable to pay its bills to cease operations and to liquidate. Even when the company is insolvent, the board may pursue, in good faith, strategies to maximize the value of the firm. As a thoughtful federal decision recognizes, Chapter 11 of the Bankruptcy Code expresses a societal recognition that an insolvent corporation's creditors (and society as a whole) may benefit if the corporation continues to conduct operations in the hope of turning things around*».

⁴⁸⁰ Página 205.

insolvent entity does not in itself give rise to a cause of action. Rather, in such a scenario the directors are protected by the business judgment rule. To conclude otherwise would fundamentally transform Delaware law (...). Moreover, the fact of insolvency does not render the concept of “deepening insolvency” a more logical one than the concept of “shallowing profitability”». El análisis finaliza señalando que el agravamiento de la insolvencia es en realidad un criterio de determinación del daño causado a la sociedad⁴⁸¹. «In fact, many of the decisions that seem to embrace the concept of deepening insolvency do not clarify whether the concept is a stand-alone cause of action or a measurement of damages (the extent of deepening) for other causes of action»⁴⁸². Vice Chancellor Strine finaliza la opinión señalando que: «(i)t is no doubt regrettable that Trenwick and Trenwick America became insolvent. That insolvency no doubt injured their stockholders, creditors, customers, and employees. But the mere fact of a business failure does not mean that a plaintiff can state claims against the directors, officers, and advisors on the scene just by pointing out that their business strategy did not pan out. If simple failure gave rise to claims, the deterrent to healthy risk taking by businesses would undermine the wealth-creating potential of capitalist endeavors. For that reason, our law defines causes of action that may be pled against business fiduciaries and advisors with care, in order to balance society’s interest in promoting good-faith risk-taking and in preventing fiduciary misconduct».

7.4. Gueewalla

La primera resolución de la «*Supreme Court of Delaware*» sobre los destinatarios de los deberes fiduciarios de los administradores sociales es *North American Catholic Educational Programming Foundation, Inc. v. Rob Gheewalla, Gerry Cardinale and Jack Daly*⁴⁸³. La sociedad demandante (NACEPF) había celebrado en su condición de licenciante un contrato de cesión de licencia con *Clearwire Holdings Inc.* (Clearwire). Los demandados eran dos administradores de Clearwire, cuyo único acreedor era *Goldman Sachs & Co (Goldman)*. En la demanda se alegaba que los Sres.

⁴⁸¹ Página 207.

⁴⁸² Las acciones ejercitadas sobre la base de «*common law fraud*» y «*aiding and abetting*» en relación con el mismo son también desestimadas. Véase las páginas 207 a 218.

⁴⁸³ *North American Catholic Educational Programming Foundation, Inc. v. Rob Gheewalla, Gerry Cardinale and Jack Daly*, 930 A.2d 92 (Del. 2007) –ponente Justice Holland–. La otra resolución al respecto de este tribunal es en la que se resolvió el recurso de apelación de *Trenwick (Trenwick America Litigation Trust v. Billett*, 931 A.2d 438 (Del. 2007). En este caso, sin embargo, la «*Supreme Court of Delaware*» confirmó la sentencia recurrida, haciendo una remisión íntegra a la argumentación realizada por Vice Chancellor Strine.

Gheewalla, Cardinale y Daily controlaban el consejo de administración debido al poder de negociación de *Goldman. Clearwire* argumentaba que los Sres. *Gheewalla, Cardinale y Daily* habían incumplido sus deberes fiduciarios, al promover el interés de *Goldman* en detrimento del de *Clearwire*. *NACEPF* ejercitaba una acción individual por tres motivos. El primero de ellos consistía en la infracción de los deberes fiduciarios de los administradores frente a *NACEPF*, en su condición de acreedor de una sociedad inmersa en la «*zone of insolvency*» («*fiduciary duty direct claim*»)⁴⁸⁴. El segundo y el tercero se basaban, respectivamente, en la inducción fraudulenta a celebrar el contrato de sub-licencia y en la interferencia torticera en determinadas oportunidades de negocio de *NACEPF*⁴⁸⁵. No se ejercitaba la acción social de responsabilidad («*fiduciary duty derivative claim*»)⁴⁸⁶.

El fallo de la sentencia es contundente: los deberes fiduciarios de los administradores no son exigibles *directamente* por los acreedores en el caso de sociedades en situación de insolvencia actual o inminente. «*We hold that the creditors of a Delaware corporation that is either insolvent or in the zone of insolvency have no right, as a matter of law, to assert direct claims for breach of fiduciary duty against the corporation's directors*». Tras recordar la regla general de que los acreedores no son

⁴⁸⁴ Página 95: «*NACEPF alleges that because, at all relevant times, Clearwire was either insolvent or in the "zone of insolvency," the Defendants owed fiduciary duties to NACEPF "as a substantial creditor of Clearwire," and that the Defendants breached those duties by: (1) not preserving the assets of Clearwire for its benefit and that of its creditors when it became apparent that Clearwire would not be able to continue as a going concern and would need to be liquidated and (2) holding on to NACEPF's ITFS license rights when Clearwire would not use them, solely to keep Goldman Sachs's investment "in play"*».

⁴⁸⁵ La resolución resuelve el recurso de apelación interpuesto por el demandante (*NACEPF*) frente al auto de sobreseimiento dictado por la «*Delaware Chancery Court*» por no haber establecido una pretensión susceptible de prevalecer incluso interpretando los hechos a favor de la pretensión del demandante («*motion to dismiss*»). En efecto, se había sostenido en la instancia inferior que los acreedores carecen de legitimación para ejercitar acciones individuales de responsabilidad frente a los administradores en situaciones cercanas a la insolvencia. A pesar de que se reconocía un estrecho margen para ello, la opinión recurrida tampoco había hallado hechos constitutivos de la pretensión de la acción individual dirigida contra los administradores de la sociedad insolvente. Los otros dos motivos se rechazaban al carecer la «*Delaware Chancery Court*» de «*personal jurisdiction*» sobre los demandados.

⁴⁸⁶ Esta estrategia procesal obedece a evitar la aplicación de la protección estatutaria de la sección 102(b)(7) del *Delaware General Corporation Law*, que extiende la protección de la «*business judgment rule*» a los supuestos en los que los administradores actúan de buena fe pero con culpa grave.

los destinatarios de los deberes fiduciarios de los administradores⁴⁸⁷, la «*Supreme Court of Delaware*» niega que pueda haber lugar a un cambio en los «*residual claimants*» en situaciones cercanas a la insolvencia («*the vicinity of insolvency*»)⁴⁸⁸: «*(w)hen a solvent corporation is navigating in the zone of insolvency, the focus for Delaware directors does not change: directors must continue to discharge their fiduciary duties to the corporation and its shareholders by exercising their business judgment in the best interests of the corporation for the benefit of its shareholder owners*»⁴⁸⁹.

En aras de una mayor claridad, se identifica el interés social con el de los socios, en situaciones en las que el valor razonable de la empresa excede del pasivo exigible por su condición de «*residual claimants*». La propia resolución establece, al analizar la viabilidad de la acción individual en situaciones de insolvencia, que los deberes fiduciarios sólo son exigibles por la sociedad⁴⁹⁰. «*It is well settled that directors owe fiduciary duties to the corporation. When a corporation is solvent, those duties may be enforced by its shareholders, who have standing to bring derivative actions on behalf of the corporation because they are the ultimate beneficiaries of the*

⁴⁸⁷ Página 99: «*(i)t is well established that the directors owe their fiduciary obligations to the corporation and its shareholders. While shareholders rely on directors acting as fiduciaries to protect their interests, creditors are afforded protection through contractual agreements, fraud and fraudulent conveyance law, implied covenants of good faith and fair dealing, bankruptcy law, general commercial law, and other sources of creditor rights. Delaware courts have traditionally been reluctant to expand existing fiduciary duties. Accordingly, “the general rule is that directors do not owe creditors duties beyond the relevant contractual terms”*».

⁴⁸⁸ Página 101, donde se establece genéricamente que: «*Delaware corporate law provides for a separation of control and ownership. The directors of Delaware corporations have “the legal responsibility to manage the business of a corporation for the benefit of its shareholders owners”*. Accordingly, fiduciary duties are imposed upon the directors to regulate their conduct when they perform that function».

⁴⁸⁹ Sin embargo, la resolución no aclara si los acreedores dispondrían de legitimación para ejercitar la acción social en estas situaciones de insolvencia inminente. Véase Veasey, N. «*Counseling the Board of Directors of a Delaware Corporation in Distress*», *op. cit.*, página 152. Asimismo, Harner, M. y Brighton, A. «*The Implications of North American Catholic and Trenwick: Final Death Knell for Deepening Insolvency? Shift in the Directors’ Duties in the Zone of Insolvency?*», *Norton’s Annual Survey of Bankruptcy Law, Volume 2008, Issue 2008. Part I. Commercial Bankruptcy*, página 9. Estas últimas autoras también recuerdan además (página 12) que los acreedores siempre pueden dirigirse contra «*terceros cómplices*», en casos de incumplimiento de los deberes fiduciarios («*aiding and abetting claims against third parties*»), lo que requiere la concurrencia de los siguientes cuatro elementos: (i) existencia de relación fiduciaria; (ii) incumplimiento de deber fiduciario; (iii) «*participación*» en el incumplimiento de un tercero a quien no le es exigible ese deber; e (iv) imputación causal de los daños resultantes de dicho incumplimiento. Es decir, en lugar de dirigirse contra el titular del deber por su actitud (acaso omisiva), quien podrá repetir contra los causantes del daño, esta acción permite dirigirse directamente contra estos. Esta suerte de «*acción directa*» evita la insatisfacción del crédito resarcitorio cuando los titulares del deber fiduciario son insolventes.

⁴⁹⁰ Página 101.

*corporation's growth and increased value. When a corporation is insolvent, however, its creditors take the place of the shareholders as the residual beneficiaries of any increase in value». En consecuencia, los acreedores ostentan legitimación extraordinaria y subsidiaria para ejercitar la acción social, pero no disponen de una vía adicional para reclamar *directamente* a los administradores sociales el cumplimiento de los deberes fiduciarios, que en todo caso se deben a la sociedad⁴⁹¹. «Consequently, the creditors of an insolvent corporation have standing to maintain derivative claims against directors on behalf of the corporation for breaches of fiduciary duties. The corporation's insolvency "makes the creditors the principal constituency injured by any fiduciary breaches that diminish the firm's value". Therefore, equitable considerations give creditors standing to pursue derivative claims against the directors of an insolvent corporation. Individual creditors of an insolvent corporation have the same incentive to pursue valid derivative claims on its behalf that shareholders have when the corporation is solvent».*

En este caso se ejercitaba, sin embargo, la acción «individual». A este respecto, la sentencia establece que los acreedores carecen de acción directa contra los administradores por incumplimiento de sus deberes fiduciarios. Se alcanza esta conclusión en aras de reducir la incertidumbre e incluso el conflicto de interés en el que podrían verse envueltos los administradores en situaciones de insolvencia. «Recognizing that directors of an insolvent corporation owe direct fiduciary duties to creditors would create uncertainty for directors who have a fiduciary duty to exercise their business judgment in the best interest of the insolvent corporation. To recognize a new right for creditors to bring direct fiduciary claims against those directors would create a conflict between those directors' duty to maximize the value of the insolvent corporation for the benefit of all those having an interest in it, and the newly recognized direct fiduciary duty to individual creditors. Directors of insolvent corporations must retain the freedom to engage in vigorous, good faith negotiations with individual creditors for the benefit of the corporation. Accordingly, we hold that individual creditors of an insolvent corporation have no right to assert direct claims for breach of fiduciary duty against corporate directors. Creditors may nonetheless protect their interest by bringing derivative claims on

⁴⁹¹ Páginas 101 y 102.

behalf of the insolvent corporation or any other direct nonfiduciary claim, as discussed earlier in this opinion, that may be available for individual creditors»⁴⁹².

7.5. *La solución de Delaware: los acreedores no están legitimados para ejercitar la «acción individual» en situaciones de insolvencia, donde asumen la condición de «residual claimants»*

En resumen, el derecho societario estadounidense (al menos el de *Delaware*) establece que la sociedad (o la empresa) es la única destinataria de los deberes fiduciarios de los administradores. En su condición de «*residual claimants*», los acreedores están legitimados para ejercitar la acción social de responsabilidad cuando la sociedad es insolvente (según ese derecho, cuando el valor empresarial sea inferior al pasivo –el «*balance sheet test*»– o cuando la sociedad no pueda cumplir sus obligaciones exigibles de forma regular –el «*ability to pay test*», «*cash flow test*» o «*equity insolvency test*»⁴⁹³–). A pesar de la controversia auspiciada en torno al supuesto de pagos preferenciales (sobre todo cuando se realizan a favor de personas especialmente relacionadas con el deudor), se ha rechazado que los acreedores puedan ejercitar acciones individuales contra los administradores basadas en daños directos causados por el incumplimiento de sus deberes fiduciarios⁴⁹⁴. Con ello se

⁴⁹² En otra resolución posterior a *Ghuewalla (William G. Nelson, IV v. E. James Emerson and Kathleen Emerson, not reported in A.2d, 2008 WL 1961150; Del.Ch. 2008)*, Vice Chancellor Strine rechazó las acciones individuales y social ejercitadas por un acreedor con privilegio especial (que había adquirido el crédito cuando era persona especialmente relacionada). Los socios y administradores habían solicitado la declaración de concurso para tratar de capitalizar parte del crédito del acreedor con privilegio especial («*cramdown*»), quien, en su condición de principal acreedor de la sociedad, argumentaba que la solicitud se había realizado de mala fe, a los solos efectos de perjudicar su interés. La resolución estima la excepción de cosa juzgada (pues ya se había discutido la cuestión ante el juez del concurso), señalando también que la sociedad disponía de la cláusula estatutaria exculpatoria de la infracción del deber de diligencia. En consecuencia, puesto que no se había acreditado la existencia de mala fe (en sede concursal se había fallado en el sentido contrario) ni de conflicto de interés (deber de lealtad), se estimaba la solicitud de sobreseimiento («*motion to dismiss*»). Quizás el aspecto más reseñable de la resolución es que, acogiendo el fallo del juez del concurso, se estima que la solicitud de concurso recae dentro del ámbito de protección de la *business judgment rule*: «*the debtor's Chapter 11 filing was not in bad faith because there was a business to reorganize and the filing was a "rational reaction" to the creditor's threat to foreclose on debtor's business assets*».

⁴⁹³ Véase *Geyer v. Ingersoll Publ'ns Co.*, 621 A.2d 784, 789 (Del.Ch. 1992).

⁴⁹⁴ Sin embargo, una reciente decisión de la *Delaware Chancery Court* ha estimado la legitimación de los acreedores para ejercitar la acción social con base en la infracción del deber de lealtad por la realización de pagos preferenciales a favor de una persona vinculada. Véase *Quadrant Structured Products Co., Ltd. v. Vertin, C.A. No. 6990-VCL, slip op.*, LEXIS 193 (Del.Ch. Oct. 1, 2014).

pretende incidir en que los administradores deben promover el interés social mediante la inversión en proyectos empresariales con valor actual neto positivo⁴⁹⁵.

7.6. *Omnicare y Blasius*

Cabe hacer mención, con todo, al caso *Omnicare, Inc. v. NCS Healthcare, Inc.*⁴⁹⁶, resuelto asimismo por la «*Supreme Court of Delaware*». Aunque esta resolución se enmarca dentro de los deberes de los administradores frente a negocios jurídicos y operaciones societarias que pueden conllevar un cambio de control en la sociedad⁴⁹⁷, cierto sector de la doctrina científica se refiere a este caso como un antecedente susceptible de resultar contradictorio con la línea jurisprudencial expuesta (a pesar de ser anterior y de lo controvertido de la resolución⁴⁹⁸).

⁴⁹⁵ Harner, M. y Brighton, A. «*The Implications of North American Catholic and Trenwick: Final Death Knell for Deepening Insolvency? Shift in the Directors' Duties in the Zone of Insolvency?*», página 13, concluyen del modo siguiente: «(t)he Delaware Supreme Court's decisions in North American Catholic and Trenwick should resolve two important corporate governance issues for troubled companies, at least troubled companies incorporated in Delaware. First, creditors do not have standing to bring direct claims for breaches of fiduciary duty against the directors and officers of solvent, nearly-insolvent, or insolvent companies. Second, creditors cannot assert deepening insolvency claims against the directors and officers of troubled companies. These two decisions suggest that the Delaware Supreme Court is content with the traditional balance in the debtor-creditor, debtor-shareholder relationships under Delaware law. As the court explained, directors of solvent and nearly-insolvent corporations must "discharge their fiduciary duties to the corporation and its shareholders by exercising their business judgment in the best interests of the corporation for the benefit of its shareholder owners." The court's approval of the Delaware Chancery Court's decision in Trenwick further suggests that it endorses the notion that creditors' rights are governed primarily by contract and can be adequately protected under existing legal theories and causes of action».

⁴⁹⁶ *Omnicare, Inc. v. NCS Healthcare, Inc.*, 818 A.2d 914 (Del. 2003).

⁴⁹⁷ Los órganos jurisdiccionales de *Delaware* han desarrollado una serie de estándares de revisión judicial de las medidas adoptadas por el órgano de administración frente a una operación societaria «hostil». La aplicación de estos estándares implica un nivel de revisión de mayor calado («*enhanced scrutiny*») que el que resultaría en caso de aplicación de la «*business judgment rule*», en la medida en que conlleva la inversión de la carga de la prueba en cuanto al cumplimiento de los deberes fiduciarios de los administradores. En síntesis, la medida ha de resultar adecuada a la amenaza que supone la oferta de un tercero en cada caso concreto (lo que excluye medidas encaminadas a perpetuar la posición del órgano de administración). Véase *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d 946 (Del. 1985) y *Unitrin v. American General Corp.*, 651 A.2d 1361 (Del. 1995). Además, en el caso de que la operación societaria o el negocio jurídico en cuestión conlleve un cambio de control en la sociedad, los administradores deberán promover una subasta («*auction*») para maximizar el valor de la empresa para los socios. Esta es la doctrina sentada por *Justice Moore* en *Revlon, Inc. V. MacAndrews and Forbes Holding, Inc.*, 506 A.2d 173 (Del. 1986). *Vid. Supra* III.4.

⁴⁹⁸ Véase Veasey, N. «*Counseling the Board of Directors of a Delaware Corporation in Distress*», *op. cit.*, páginas 139 a 141. Asimismo, Kahan, M. y Rock, E. «*How to Prevent Hard Cases from Making Bad Law: Bear Sterns, Delaware, and The Strategic Use of Comity*», *University of Pennsylvania Law School, Faculty Scholarship*, 2009, *Paper* 232, páginas 741 y 742.

En este caso, *Omnicare* y *Genesis Health Ventures, Inc.* competían por el control de *NCS Healthcare*, sociedad cotizada que atravesaba por una situación de dificultades financieras. Tras el correspondiente sondeo del mercado, la única oferta para vender la empresa que pudo recabar el consejo provenía de *Omnicare*, que sólo estaba dispuesta llevar a cabo una adquisición de activos libre de pasivos y cargas en el marco de una compraventa de unidad productiva dentro del concurso⁴⁹⁹. El consejo de *NCS Healthcare* promovió que fuera absorbida por *Genesis Health Ventures*, operación societaria que garantizaba el pago de su deuda. En el contrato de fusión⁵⁰⁰ se incluyó una cláusula que implicaba someter la operación societaria al voto de los socios, a pesar de que, con posterioridad a la celebración del contrato, el órgano de administración pudiera cambiar su recomendación⁵⁰¹. Dado que, en el pasado, *Genesis Health Ventures* había visto truncado su interés en la conclusión de una operación similar (realizada a favor de su competidor *Omnicare*)⁵⁰², se logró que también se omitiera incluir una cláusula de «*fiduciary out*»⁵⁰³ y que los dos socios mayoritarios (presidente y vocal del consejo de administración⁵⁰⁴), que ostentaban el 65 por 100 del capital social, se comprometieran a votar de forma irrevocable a favor de la fusión (para lo que otorgaron un poder irrevocable a favor de *Genesis Health Ventures*). Frente a la desconfianza de *Genesis Health Ventures* se encontraba el

⁴⁹⁹ Con anterioridad a este contrato, *Omnicare* había negociado con el consejo la adquisición de la empresa en el marco de la sección 363 del *U.S. Bankruptcy Code* (en el seno del *Chapter 11*), que, de forma similar a los artículos 43.2 y 146 bis de la Ley Concursal, permite traspasar los activos libres de pasivos cargas a un tercero en contraprestación por el pago de un precio. La mejor oferta de *Omnicare* no alcanzaba a satisfacer a la totalidad de los acreedores, por lo que el consejo desestimó la oferta. Es más, los resultados de *NCS Healthcare* mejoraron a partir de marzo de 2002, por lo que las expectativas de que los socios pudieran obtener algún tipo de retorno aumentaron. La oferta presentada por *Genesis Health Ventures*, que a la postre daría lugar al contrato de fusión, fue la única que se presentó como alternativa al concurso. *Omnicare* llegó a presentar durante las negociaciones una oferta alternativa a la de *Genesis Health Ventures*. El comité integrado por los consejeros independientes consideró, sin embargo, que debía respetarse el acuerdo de exclusividad celebrado con *Genesis Health Ventures*, teniendo en cuenta el riesgo que existía de que ésta retirara su oferta (y que *Omnicare* había rechazado en un primer momento cualquier alternativa al concurso).

⁵⁰⁰ En el derecho societario estadounidense, la celebración de un contrato entre las sociedades implicadas es el primer paso para llevar a cabo una modificación estructural (en este caso una fusión).

⁵⁰¹ Véase la sección 251(c) del *Delaware General Corporation Law*.

⁵⁰² «*Genesis previously lost a bidding war to Omnicare in a different transaction. This led to bitter feelings between the principals of both companies (...) Genesis made it clear that if it were going to engage in any negotiations with NCS, it would not do so as a “stalking horse”*».

⁵⁰³ Este tipo de cláusulas benefician a la sociedad «*target*» (a sus administradores, concretamente), pues permiten que, en caso de que se verifique cierta condición resolutoria (una mejor oferta, por ejemplo), el contrato queda sin efectos (sin que, por tanto, haya incumplimiento).

⁵⁰⁴ Los dos consejeros restantes, independientes, eran un profesor de universidad y un graduado de Harvard que, tras haber sido director general de una importante compañía, prestaba servicios como consejero independiente en distintas sociedades.

temor del consejo a que retirara su oferta, especialmente teniendo en cuenta que los acreedores podían solicitar la declaración de concurso en cualquier momento, dada la situación de insolvencia de *NCS Healthcare*, lo que hubiera dificultado en gran medida la existencia de retorno para los socios. Pues bien, tras la conclusión de los contratos, y una vez comunicada a los socios la recomendación favorable en relación con la operación societaria, el consejo recibió una oferta de *Omnicare*, quien la hizo pública, a la vez que impugnaba el acuerdo de compromiso de voto y el contrato de fusión con *Genesis Health Ventures*⁵⁰⁵, y lanzaba una OPA hostil sobre las acciones de *NCS Healthcare*. Como esta oferta mejoraba la presentada por *Genesis Health Ventures* (pues la de *Omnicare* permitía que los socios obtuvieran un retorno mayor), el consejo modificó su recomendación. Sin embargo, el compromiso de voto a favor de la fusión con *Genesis Health Ventures* impedía que pudiera ser otra la operación societaria aprobada por la mayoría de los socios que se requería al respecto. A la impugnación de *Omnicare* se sumó la acción colectiva ejercitada por los socios minoritarios de *NCS Healthcare*.

La cuestión planteada en apelación era la eficacia de las medidas adoptadas para garantizar la ejecución de la fusión por absorción⁵⁰⁶. Para ello, había que analizar el cumplimiento de los requisitos de la doctrina de *Unocal* y *Unitrin*. La *Delaware Supreme Court* estableció que las medidas protectoras eran coercitivas, por cuanto imponían a los socios la fusión con *Genesis Health Ventures*, y preclusivas, dado que impedían la consideración de una alternativa mejor (la oferta de *Omnicare*). Y ello a pesar de que el órgano de administración modificó su recomendación. La justificación dada es que el sometimiento de la fusión a la consideración de los socios era «*un fait accompli*». La razón de ello era doble. Por un lado, el hecho de que ya se hubiera recabado el compromiso de voto de la mayoría necesaria del capital (titulada por los

⁵⁰⁵ Es práctica común entre los ofertantes adquirir una participación testimonial en el capital social de la «*target*» para ostentar legitimación activa en este tipo de casos. *Omnicare* pedía la declaración de ineficacia del contrato de fusión con base en el hecho de que las medidas protectoras de la operación suponían una vulneración de los deberes fiduciarios de los administradores.

⁵⁰⁶ No se analizaba, por motivos de congruencia, si resultaba de aplicación la «*business judgment rule*» o la doctrina *Revlon* para analizar el cumplimiento por parte de los administradores de sus deberes fiduciarios. Es interesante resaltar, no obstante, que la «*Delaware Chancery Court*» determinó que *Revlon* no resultaba de aplicación, por cuanto la fusión por absorción no daba lugar a un cambio de control (los socios de control seguían siendo los mismos dada la dispersión de capital de *Omnicare* y el tipo de cambio). De conformidad con la «*business judgment rule*», la «*Delaware Chancery Court*» consideró que no había vulneración del deber de diligencia. Con todo, sostuvo que incluso bajo la doctrina *Revlon* se hubiera cumplido con dicho deber, ya que se persiguió el mejor resultado posible para los socios del «proceso de venta». Con independencia de la aplicación de uno u otro estándar de revisión judicial, en cuanto al proceso de identificación de cuál era la operación que resultaba más provechosa para los socios, se analizaba si las medidas protectoras de la operación eran coercitivas o preclusivas.

dos consejeros dominicales). Por otro, mucho más importante, la falta de inclusión de una condición resolutoria de la fusión ante un cambio sobrevenido en las circunstancias, que implicara un posible incumplimiento de los deberes de los administradores («*effective fiduciary out provision*»). Alternativamente, se estimó que las medidas protectoras eran ineficaces porque implicaban la vulneración del deber fiduciario de lealtad por la creación de un «*absolute lock-up*», lo que implicaba valorar una posible alternativa mejor para los socios minoritarios⁵⁰⁷.

A pesar del debate suscitado entre la doctrina estadounidense, esta resolución tiene poco que ver con el gobierno corporativo de la empresa en crisis⁵⁰⁸. La cuestión objeto de discusión era la razonabilidad de las medidas protectoras de la operación ante las expectativas de los socios (pues en ambos casos los acreedores recuperaban su crédito íntegramente). En realidad, la doctrina de *Omnicare* es perfectamente aplicable a situaciones de insolvencia actual del deudor. Los acreedores, como nuevos «*residual*

⁵⁰⁷ En su voto particular, *Chief Justice Veasey* expone, con buen criterio, que las medidas no pueden tildarse de draconianas a la vista del resultado final, sino con base en las circunstancias que concurrían en el momento en el que se perfeccionó el contrato de fusión. *Omnicare* siempre había manifestado que no estaba dispuesta a llevar a cabo la operación si no era en el marco de la venta de la unidad productiva en el concurso y que, hasta que tuvo noticia del interés de *Genesis Health Ventures*, ninguna de sus posturas permitía el cobro de los créditos de los acreedores. Dada la situación de insolvencia existía además el riesgo de que cualquiera de los acreedores solicitara la declaración de concurso («*involuntary case*») si no se blindaba la opción de *Genesis Health Ventures*. Se señala, en fin, que no habiendo conflicto de interés, no hay nada reprochable y que, de hecho, los socios minoritarios debían conocer que aquellos que ostentaban el 65 por 100 del capital social disponían de la facultad de adoptar sin su conformidad la opción que estimaban óptima para sus intereses («*therefore, there was no meaningful voting decision to coerce*» –página 945–). Por su parte, *Justice Steel* reitera en su voto particular que la alternativa que ofrecía *Genesis Health Ventures* era la mejor posible para los socios en el momento de la celebración del contrato de fusión, teniendo en cuenta la previa actitud especuladora de *Omnicare* y el riesgo de perder toda alternativa al concurso de acreedores. Ello, junto a la ausencia de conflicto de interés (los socios mayoritarios se encontraban sólo «en un lado de la operación»), la investigación llevada a cabo por los administradores y su actuación de buena fe, concluye el voto particular, debería haber bastado para aplicar la «*business judgment rule*». De hecho, se estima contradictorio que no se declare el incumplimiento de ningún deber fiduciario y que, sin embargo, se declaren ineficaces las medidas protectoras (página 949: «*I believe that the absence of a suggestion of self-interest or lack of care compels a Court to defer to what is a business judgment rule that a Court is not qualified to second guess. However, I recognize that another judge might prefer to view the reasonableness of the board's action through the Unocal prism before deferring*»). Y concluye, de forma acertada, en la página 950, del modo siguiente. «*Lockup provisions attempt to assure parties that have lost business opportunities and incurred substantial costs that their deal will close. I am concerned that the majority decision will remove the certainty that adds value to any rational business plan. Perhaps transactions that include "force-the-vote" and voting agreements that make approval a foregone conclusion will be the only deals invalidated prospectively. Even so, therein lies the problem. Instead of thoughtful, retrospective, restrained flexibility focused on the circumstances existing at the time of the decision, have we moved to a bright line regulatory alternative?*».

⁵⁰⁸ La controversia quizás deriva de la siguiente afirmación (página 939): «*(n)otwithstanding the corporation's insolvent condition, the NCS board had no authority to execute a merger agreement that subsequently prevented it from effectively discharging its ongoing fiduciary responsibilities (...). The NCS board was required to contract for an effective fiduciary out clause to exercise its continuing fiduciary responsibilities to the minority shareholders*».

claimants», disponen de legitimación para ejercitar la acción social de responsabilidad (art. 240 LSC) o para realizar las alegaciones oportunas en el marco del procedimiento concursal si consideran que la inclusión de las medidas protectoras es lesiva para el interés social. Ciertamente, carecerían de legitimación para pedir la ineficacia de la fusión (y, ni qué decir tiene, de sus medidas protectoras)⁵⁰⁹ al margen de su «derecho de oposición», pues no se trata de un negocio jurídico fraudulento⁵¹⁰, sino de uno cuyo resultado es inferior al óptimo. Sin embargo, éste es un problema distinto.

Por último, la legitimación para el ejercicio de la acción social en situaciones de insolvencia y el «escudo» del que disponen los administradores frente a reclamaciones de los socios no pueden justificar en modo alguno la privación de los derechos sustantivos que el derecho societario reconoce a los socios. Ésta es la

⁵⁰⁹ A lo sumo, cabría el ejercicio de los derechos políticos de las acciones o participaciones pignoradas a favor de los acreedores, siempre y cuando se contemplado en el contrato de prenda y en los estatutos (art. 132 LSC).

⁵¹⁰ Por otra parte, la acción pauliana, además de subsidiaria, requiere la acreditación del fraude (arts. 1290 y siguientes del Código Civil). En los Estados Unidos de América, la normativa de «*fraudulent conveyance*» de los distintos estados otorga legitimación a los acreedores para pedir la ineficacia de actos perjudiciales para la masa activa que hayan causado la insolvencia o la infra-capitalización nominal de la sociedad, tanto en el seno como al margen del procedimiento judicial de insolvencia, según se ha señalado.

doctrina de *Blasius Industries, Inc. v. Atlas Corp.*⁵¹¹, citada, de hecho, como nota a pie número 56 por *Chancellor Allen* en *Credit Lyonnais*.

A modo de síntesis, la doctrina judicial del Estado de *Delaware* (con la influencia que ello conlleva en el resto de los ordenamientos jurídicos de los Estados Unidos de América) ha identificado el cambio en el gobierno corporativo de las sociedades de capital, cuando la situación de insolvencia conlleva la reducción del valor razonable de la empresa por debajo del pasivo exigible. Este cambio no supone una alteración en el interés social, que sigue consistiendo en la creación de valor empresarial. Tampoco influye en los deberes fiduciarios de los administradores, cuya destinataria sigue siendo la sociedad. El cumplimiento de los deberes de diligencia y lealtad se siguen rigiendo, respectivamente, por la «*business judgment rule*»⁵¹² y el «*entire fairness test*». La situación de insolvencia no otorga nuevos derechos a los acreedores, en el sentido de poder ejercitar una acción individual de responsabilidad. El cambio económico asociado a esta situación únicamente provoca el paulatino reconocimiento de derechos políticos a favor de los acreedores (en su calidad de nuevos «*residual claimants*») y en detrimento de los socios. De este modo, como avanzó Leo. Jr. Strine, actual *Chief Justice* de la *Supreme Court of Delaware*, más

⁵¹¹ *Blasius Industries, Inc. v. Atlas Corp.*, 564 A.2d 651 (Del.Ch. 1988): «(b)oard action intended to impede stockholder exercise of statutory franchise right is suspect even if taken in good faith effort to promote corporate welfare». En este caso, *Blasius Industries*, el socio titular del 9 por 100 del capital social de *Atlas Corporation*, propuso al órgano de administración acometer una operación de reestructuración que hubiera resultado en la venta de activos, la obtención de crédito bancario y el reparto de un dividendo significativo a favor de los socios. Ante la negativa de los administradores, *Blasius* anunció que promovería una modificación estatutaria para que el número de miembros del consejo aumentase de siete a quince, de forma que *Blasius* designaría los ocho nuevos consejeros. Como respuesta, los consejeros aprobaron una modificación del reglamento del consejo, incrementando en dos el número y designando a sus propios candidatos (nótese que se trataba de un «*classified*» o «*staggered board*», regulado en la sección 141(d) del *Delaware General Corporation Law*, que permite que cada año se renueve un tercio del consejo, por lo que hay tres clases de consejeros, cada uno con un mandato de tres años). Pues bien, *Chancellor Allen* sostuvo la importante diferenciación entre «*exercise of corporate power*» (sometido a la «*business judgment rule*») y «*allocation of governance*» (que, en un caso como *Blasius*, donde se trató de impedir el voto de los socios, exige el más pormenorizado de los análisis judiciales). «*I conclude that, while the addition of these qualified men would, under other circumstances, be clearly appropriate as an independent step, such a step was in fact taken in order to impede or preclude a majority of the shareholders from effectively adopting the course proposed by Blasius (...). It acted, I conclude, in a good faith effort to protect its incumbency, not selfishly, but in order to thwart implementation of the recapitalization that it feared, reasonably, would cause great injury to the company*». Como exponen al respecto Kahan, M. y Rock, E. «*How to Prevent Hard Cases from Making Bad Law: Bear Sterns, Delaware, and The Strategic Use of Comity*», *op. cit.*, página 741: «(a)fter all, shareholders' right to approve or reject a merger is statutory, not simply an implication of the normal case of directors owing fiduciary duties the corporation and its shareholders. The board should not be permitted, under the guise of advancing the interest of the corporation and its creditors, to undermine this statutory right of the corporation's shareholders».

⁵¹² Salvo que resulten de aplicación la inversión de la carga de la prueba de *Unocal* y *Unitrin*, en caso de medidas protectoras frente a la amenaza de un tercero, o *Revlon*, ante situaciones que conllevan el cambio de control de la sociedad o sus activos.

que una espada («*sword*») a favor de los acreedores, los administradores disponen de un escudo («*shield*») que oponer frente a acciones social o individual que puedan ser ejercitadas por los socios cuando, en situaciones de insolvencia donde el valor razonable de la empresa sea inferior al pasivo exigible, el interés social (a pesar de que no varíe) se identifique en mayor medida con el de los nuevos «*residual claimants*» (los acreedores que carecen de garantía real)⁵¹³.

7.7. *El reflejo del derecho de Delaware en la doctrina española*

La doctrina científica española se ha referido a la línea jurisprudencial anterior en ciertas ocasiones. Sin embargo, las conclusiones obtenidas de su análisis no han sido quizás las que cabría esperar de la lectura de estas resoluciones. Así, por ejemplo, se ha afirmado el «giro» en el destinatario de los deberes fiduciarios cuando las

⁵¹³ Las críticas doctrinales hacia esta línea jurisprudencial tienen que ver con los efectos prácticos cuando la situación de insolvencia no va aparejada con la solicitud de concurso. Al respecto, por todos, véase Hu, H. y Westbrook, J.L. «Abolition of the Corporate Duty to Creditors», *op. cit.*, páginas 1321-1403 (especialmente, página 1321): «*(t)he corporation's core objective is to further the interests of shareholders. But one judicially crafted exception has long existed. In many jurisdictions around the world, financial distress mandates a shift to a duty to creditors. In May 2007, the Delaware Supreme Court announced a modern law of duty shifting. (...) We urge abolition of the doctrines. The result would be a duty to creditors arising upon a formal bankruptcy filing. This legal step, not "insolvency" or another financial metric, would be determinative. Our reasoning is structural. First, the doctrines conflict with the corporate governance structure, one consisting of two alternative systems: the corporate governance system rooted in state law and the bankruptcy corporate governance system rooted in federal law. The mechanisms of the normal system promote the largely unitary interests of shareholders while those of the bankruptcy system primarily protect the disparate interests of creditors. By imposing creditor-oriented goals on corporations subject to the shareholder-oriented governance system, duty shifting mismatches ends and means. Second, the doctrines misconceive the structure of shareholder ownership rights. Using a myopic residual claimant analysis, they ignore call option-like economic rights as well as voting and other "embedded rights" inherent in the concept of shareholder. Moreover, duty shifting imposes a unique duty on corporate debtors, depriving shareholders of property without justification, disclosure, or legal process. Following the abolition of duty shifting, the task at hand will be to determine the optimal transition between the two governance systems*». No se comparten los argumentos del cambio en el objetivo de los administradores ni el destinatario de los deberes de los administradores. Sin embargo, no hay duda sobre los problemas de coordinación o, mejor dicho, la falta de reflejo que tiene, en el derecho societario, el conflicto de interés que surge entre socios y acreedores en situaciones de insolvencia. Una de las soluciones que se analizan es ceñir el cambio en el gobierno corporativo a la declaración de concurso. Esta solución permitiría tomar en consideración *ex ante* las consecuencias de acudir al procedimiento judicial de la insolvencia a la hora de negociar un acuerdo de refinanciación. Para ello se requiere que el concurso de acreedores suponga un auténtico cambio en el gobierno corporativo de la empresa en crisis. Por ello, se comparte la propuesta que los autores resumen en las páginas 1324 y 1325: «*(r)egardless of financial condition, a corporation and its directors should never owe a duty to creditors, apart from constraints arising in contract and tort. Only when a corporation has passed on as a legal matter —to the heaven or hell of federal bankruptcy law (and perhaps a reincarnation)— would matters change. A formal bankruptcy filing, unlike changes in financial condition, initiates the structural changes in governance systems and ownership rights that are essential to the proper resolution of the interests of creditors*». Si el resultado práctico de la doctrina se resume en reconocer legitimación para ejercitar la acción social de responsabilidad (que, en derecho español, ya recoge el art. 240 de la Ley de Sociedades de Capital), el riesgo de interpretación errónea (señalando, por ejemplo, un cambio en el interés social o en el destinatario de los deberes de los administradores) es superior a sus beneficios.

sociedades de capital devienen insolventes⁵¹⁴. En realidad, aunque esa postura tiene acogimiento en derecho inglés⁵¹⁵, no existe tal variación, pues la única destinataria de los deberes fiduciarios de los administradores continúa siendo en todo caso la sociedad. Por esa razón, se ha rechazado que la situación de insolvencia obligue a los administradores a promover la liquidación de la sociedad⁵¹⁶. Asimismo, el interés social no «rota» a favor de los acreedores, ya que, a pesar de su condición sobrevenida de «*residual claimants*», la tutela de su interés patrimonial sigue siendo refleja y mediata a partir de la maximización del valor de la empresa a medio y largo plazo.

Otra cosa es la legitimación para ejercitar la acción social de responsabilidad con base a dicha nueva condición de «*residual claimants*». El matiz es importante, pues el foco de atención de los administradores no puede variar dependiendo de quién ostenta dicha condición. El interés social (y, en definitiva, el de los «*residual claimants*») resultaría perjudicado si los administradores desviarán su atención de su cometido: la maximización sostenida del valor razonable de la empresa social. De hecho, esta línea doctrinal toma en consideración este riesgo al señalar que «(s)i se establece el inicio de un procedimiento concursal (vinculado a la existencia de la insolvencia

⁵¹⁴ Recamán, E. «Los deberes de los administradores sociales en situación de crisis empresarial en el marco norteamericano», *op. cit.*, páginas 1 y 2 (versión online de la editorial *La Ley*).

⁵¹⁵ Payne, J. «*Debt Restructuring in English Law: Lessons from the US and the Need for Reform*», *University of Oxford, Legal Research Paper Series*, núm. 89/2013, febrero de 2014, página 26, afirma, a propósito del «*scheme of arrangement*» que: «*in English company law we focus on the voice of the residual claimant at any given point in time. So, for example, directors are required to promote the success of the company “for the benefit of its members as a whole” when the company is solvent, but must take account of the creditors’ interests when the company is insolvent, or verging on insolvency*». Conforme a la sección 172(1) del U.K. Companies Act, los administradores deben actuar en el mejor interés de los socios, si bien, el apartado tercero de la misma sección permite que, bajo determinadas circunstancias, actúen en interés de los acreedores. La jurisprudencia ha sostenido, de hecho, que los administradores deben tomar en consideración el interés de los acreedores en situaciones de insolvencia actual o inminente (véase *West Mercia Safetywear Ltd v Dodd* [1988] B.C.L.C. 250). Según la tesis que se sostiene en este trabajo, los deberes fiduciarios de los administradores no varían a pesar de la situación de insolvencia. Los administradores sociales deben procurar la maximización sostenida del valor de la empresa a medio y largo plazo, con independencia de quiénes resulten beneficiados indirectamente conforme a su condición de «*residual claimants*»: los socios o los acreedores.

⁵¹⁶ Véase, por ejemplo, el razonamiento que lleva a cabo *Vice Chancellor Strine* en *Trenwick* (páginas 62 y 63): «*Delaware law imposes no absolute obligation on the board of a company that is unable to pay its bills to cease operations and to liquidate. Even when the company is insolvent, the board may pursue, in good faith, strategies to maximize the value of the firm. As a thoughtful federal decision recognizes, Chapter 11 of the Bankruptcy Code expresses a societal recognition that an insolvent corporation’s creditors (and society as a whole) may benefit if the corporation continues to conduct operations in the hope of turning things around. If the board of an insolvent corporation, acting with due diligence and good faith, pursues a business strategy that it believes will increase the corporation’s value, but that also involves the incurrance of additional debt, it does not become a guarantor of that strategy’s success. That the strategy results in continued insolvency and an even more insolvent entity does not in itself give rise to a cause of action. Rather, in such a scenario the directors are protected by the business judgment rule. To conclude otherwise would fundamentally transform Delaware law*».

como presupuesto para el nacimiento de deberes fiduciarios en beneficio de los acreedores, es esencial para los administradores contar con un método único de determinación de la misma. Lo contrario provoca una notoria inseguridad jurídica para los gestores de la sociedad, que pueden ser considerados responsables por el incumplimiento de deberes derivados de la existencia de la situación de crisis que ni siquiera saben que han nacido»⁵¹⁷. Este riesgo no tiene lugar si se afirma, como se sostiene en este trabajo, que el interés de la sociedad, única destinataria de los deberes fiduciarios de los administradores, no varía en situaciones de insolvencia. Los efectos que semejante cambio económico puede tener en los derechos políticos no deben afectar al contenido del deber de los administradores⁵¹⁸ (ni a su beneficiaria). Lo contrario perjudicaría al interés social y a los propios «*residual claimants*». Ésta es la *ratio* de la doctrina judicial estadounidense expuesta. Por ello, no puede compartirse la siguiente conclusión⁵¹⁹: «*la excesiva flexibilidad del ordenamiento norteamericano produce un escenario de inseguridad jurídica que conduce a la desprotección, tanto de los acreedores (que no saben con claridad cuándo son beneficiarios de los deberes fiduciarios) como de los administradores (que no conocen con precisión el momento en que nacen ciertos deberes de cuyo*

⁵¹⁷ Recamán, E. «Los deberes de los administradores sociales en situación de crisis empresarial en el marco norteamericano», *op. cit.*, página 3.

⁵¹⁸ Alonso Ledesma, C. «Derecho de sociedades vs. Derecho concursal, técnicas alternativas o complementarias de protección de los acreedores?», en la obra colectiva *La modernización del derecho de sociedades de capital en España. Cuestiones pendientes de reforma*, Tomo II, (Alonso Ledesma, C., Alonso Ureba, A. Esteban Velasco, G. dirs.), Aranzadi, Cizur Menor, 2011, páginas 67 a 109 (especialmente: página 88), interpreta de forma más acertada esta doctrina jurisprudencial, señalando que «*el hecho de la insolvencia no cambia el fin primordial de los deberes de los administradores, que es actuar en interés de la propia sociedad. La insolvencia de la compañía simplemente sitúa a los acreedores como los principales destinatarios que han sido dañados por el incumplimiento de esos deberes fiduciarios que han disminuido el valor de la sociedad y lógicamente les dan “standing to pursue these claims to rectify that injury”*». En consecuencia, parece que en todo momento los administradores deben gestionar la sociedad seleccionando aquellos proyectos que tengan un valor positivo para la sociedad, lo que resulta muy diferente que cuando la sociedad es insolvente o está próxima a la insolvencia, los administradores tienen un deber fiduciario frente a los acreedores». Sin embargo, se rechaza en las páginas 90 y 91 que el interés social pueda verse alineado con el de los acreedores, lo que parece inconsistente. En la conclusión de la página 104 se decanta, en fin, por la conveniencia de potenciar los deberes fiduciarios de los administradores sociales en lugar de establecer supuestos adicionales (y superpuestos) de responsabilidad.

⁵¹⁹ Recamán, E. «Los deberes de los administradores sociales en situación de crisis empresarial en el marco norteamericano», *op. cit.*, página 13.

incumplimiento se puede derivar su responsabilidad personal)»⁵²⁰. Además, la doctrina estadounidense ha señalado que reconocer legitimación para ejercitar la acción social no supone una nueva «espada» a disposición de los acreedores, sino un «escudo» del que disponen los administradores para protegerse frente a la interposición de acciones por parte de los socios (ya sea la social o la individual).

Tampoco es exacto señalar que «(a) diferencia de lo que ocurre en el derecho estadounidense, el legislador español ha establecido a cargo de los administradores de sociedades de capital una serie de deberes de promoción de la disolución o el concurso de sociedades insolventes o afectadas por pérdidas graves»⁵²¹. A lo sumo, la doctrina sobre «*deepening insolvency*» se ha reinterpretado como una teoría de determinación del daño causado a la sociedad en el marco del ejercicio de la acción social. Esa posibilidad ya existe en derecho español, si se ejercita dicha acción social una vez declarado el concurso. En nuestro derecho, sin embargo, se han establecido dos responsabilidades adicionales y autónomas a la social (arts. 367 de la Ley de Sociedades de Capital y 172 bis de la Ley Concursal⁵²²).

Y en fin, la consideración de los acreedores como «*residual claimants*» en situaciones de insolvencia tampoco debería vincularse con las teorías contractualista e

⁵²⁰ Moya, J. *La responsabilidad de los administradores en situaciones de crisis*, Madrid, La Ley, 2010, páginas 243 a 246 (especialmente: página 243), recoge quizás de forma algo más acertada el alcance de esta doctrina, señalando que: «(e)l estado de insolvencia sí que implica la reorientación de los deberes exigibles a los administradores. En efecto, cuando la sociedad cae en estado de insolvencia, se produce un cambio, pues entonces el interés social ya no coincide con el interés de los accionistas. En esas circunstancias, los administradores deben de tomar en consideración los intereses de otras personas como son los acreedores sociales». Esta afirmación es más acertada, en cuanto establece que el interés social no varía, indicando que lo que cambia es la identidad de los «*stakeholders*» con incentivos más alineados con dicho interés. Sin embargo, los administradores no deben tomar en consideración los intereses de unos u otros, sino que deben adoptar sus decisiones con el objetivo de maximizar el valor de la empresa (en interés último de quien corresponda; el cual hará bien en ejercitar la acción social si se incumplen los deberes fiduciarios de los administradores). Véase, asimismo, Marín de la Bárcena, F. *La acción individual de responsabilidad frente a los administradores de sociedades de capital (art. 135 LSA)*, *op. cit.*, páginas 62 a 66; y «El concepto de interés social como fin de la actividad gestora en la proximidad a la insolvencia», en la obra colectiva *Gobierno corporativo y crisis empresariales (II Seminario Harvard-Complutense de Derecho Mercantil)*, Marcial Pons, Madrid, 2006, páginas 259 a 267. A continuación, el autor razona en las páginas 168 y 169 de este último trabajo que, «(a) diferencia de lo que ocurre en el derecho estadounidense, el legislador español ha establecido a cargo de los administradores de sociedades de capital una serie de deberes de promoción de la disolución o el concurso de sociedades insolventes o afectadas por pérdidas graves».

⁵²¹ Marín de la Bárcena, F. «El concepto de interés social como fin de la actividad gestora en la proximidad a la insolvencia», *op. cit.*, página 268.

⁵²² *Vid. Infra* III.8.

institucionalista respecto a la delimitación del concepto de interés social⁵²³. La teoría institucionalista guarda mayor semejanza con los «*constituency status*» que surgieron a raíz del ingente incremento de lanzamientos de OPAS hostiles en los años ochenta en los Estados Unidos de América para proteger a «*stakeholders*» distintos de los «*residual claimants*» (acreedores, trabajadores, etc.), ante la ausencia de una norma de prohibición de asistencia financiera (no es el caso del Estado de *Delaware*)⁵²⁴. Por el contrario, la asignación de derechos políticos a los acreedores en situaciones de insolvencia supone reconocer legitimación a quien se ha convertido en el titular residual de los activos del deudor; guarda relación, de hecho, con la delimitación estricta del interés social como la maximización del valor razonable de la empresa a medio y largo plazo. Tampoco se contradice el principal axioma de la teoría contractualista: el interés social es el interés de los socios como efecto natural de la celebración del contrato de sociedad (arts. 1666.I CC y 116 CCo). La diferencia radica en que, en situaciones de insolvencia donde el valor razonable de la empresa se reduce a una cifra inferior al pasivo exigible no puede identificarse el interés de la sociedad con el de los socios, por más que estos sean los titulares de las acciones o participaciones sociales. Esta diferencia se explica por el objetivo de maximizar el

⁵²³ Marín de la Bárcena, F. «El concepto de interés social como fin de la actividad gestora en la proximidad a la insolvencia», *op. cit.*, páginas 270 a 274 (especialmente: páginas 271 y 272). Tras identificar la asignación de derechos políticos a los acreedores en situaciones de insolvencia con la teoría institucionalista del interés social, señala que (página 272): «(s)i se considera que los administradores deben adoptar sus decisiones en función exclusivamente de los intereses de los acreedores, entonces no podrá alegar que actuaron en cumplimiento de su deber de ejercer las funciones y competencias propias del cargo en beneficio de los socios y podrán ser objeto de una acción de responsabilidad promovida por los acreedores sociales, social o individual, en función de cuál sea el patrimonio perjudicado». De nuevo, la atención de los administradores hacia la maximización del valor sostenido de la empresa a medio y largo plazo no debe ceder ante el cambio que se opere en la identidad de los «*residual claimants*» en situaciones de insolvencia. Además, la doctrina estadounidense ha venido señalando que este reconocimiento de derechos políticos en cuanto al ejercicio de la acción social no supone una nueva «espada» a disposición de los acreedores, sino un «escudo» del que disponen los administradores para protegerse frente a la interposición de reclamaciones (con base a las acciones social o individual) por parte de los socios.

⁵²⁴ Al respecto, véase Allen, W., Kraakman, R. y Subramanian, G. *Commentaries and Cases on the Law of Business Organization* (*op. cit.*), páginas 275 y 276: «(i)n many of these 1980 transactions, senior managers found themselves in the same precarious position as other nonshareholder stakeholders (...) Thus, managerial advocates turned to the rationale that directors owe loyalty to something apart from the shareholders alone: the corporation, understood as a combination of all its stakeholders – creditors, shareholders, managers, workers, suppliers, and customers–. With remarkable speed, state legislatures attempted to ride to the rescue of managers and other nonshareholder constituencies against the interests of shareholders in setting corporate policy».

valor de la empresa a medio y largo plazo, lo que exige privar de derechos políticos a quien carece de un interés económico realizable frente a la sociedad⁵²⁵.

Así, el cambio económico causado por estas situaciones de insolvencia no se traduce en un cambio en el interés social ni en el destinatario de los deberes fiduciarios (la sociedad), por lo que los administradores deben seguir procurando la maximización sostenida del valor empresarial a medio y largo plazo. Lo único que varía es la legitimación para el ejercicio de la acción social⁵²⁶ para asignar derechos políticos a quien, por resultar beneficiado marginalmente por la gestión óptima de la empresa, reúne la condición de titular residual sobre los activos de la sociedad; noción que no resulta extraña en derecho español ex artículo 240 de la Ley de Sociedades de Capital.

⁵²⁵ En este sentido, Bermejo, N. y Rodríguez, E. «Normas de protección de acreedores: entre el derecho de sociedades y el derecho concursal», Barcelona, *InDret*, nº 4/2006, página 6, afirman acertadamente, con cita a doctrina estadounidense, que: «(c)on carácter general, se puede afirmar que la insolvencia provoca una escisión en la titularidad de cualquier patrimonio: mientras que el deudor retiene la titularidad formal o jurídica, los acreedores se convierten en los titulares económicos o funcionales de unos bienes, cuyo valor es insuficiente para darles satisfacción. En definitiva, los acreedores se convierten en los destinatarios del escaso valor que pueda quedar allí y, por tal motivo, están llamados a asumir las consecuencias derivadas de su explotación: en definitiva, son ellos los que pierden o ganan -en este último caso, hasta el límite del importe de sus créditos-, cuando disminuye o aumenta el valor de dicho patrimonio. Como es sabido, el Derecho concursal entra, entonces, en juego para coordinar la actuación de los acreedores y poner en sus manos la decisión de cómo explotar el patrimonio concursal. De esta forma, podrán explotar dicho patrimonio como si fueran un único dueño (v.gr., decidiendo si lo reorganizan o lo liquidan)».

⁵²⁶ Como acertadamente ha señalado Alonso Ledesma, C. «Derecho de sociedades vs. Derecho concursal, técnicas alternativas o complementarias de protección de los acreedores?», *op. cit.*, páginas 83 y 84, «el que los administradores deban actuar tratando de lograr un incremento del valor de la firma, en nada difiere del deber general de diligencia de los administradores que, junto con el de lealtad debe presidir siempre su actuación, por lo que, difícilmente, puede hablarse de la existencia de un deber específico a cargo de los administradores frente a los acreedores. Esta conclusión resulta abonada por el hecho de que el deber frente a los acreedores no se configura como un deber directo de los administradores frente a los acreedores, sino como una extensión de los tradicionales deberes fiduciarios de los administradores y, por tanto, como un deber frente a la sociedad. La importancia de este punto es decisiva ya que se trata de un deber que puede ser exigido sólo por la sociedad (o en una acción derivativa en su nombre) y no directamente por los acreedores, siempre que la sociedad no haya entrado en un procedimiento formal de insolvencia. E incluso en este caso, el deber correspondería a los acreedores colectivamente (integrados en la masa pasiva del concurso) y será exigible por el liquidador o por un receiver y no por los acreedores individualmente. Se trataría, en definitiva, más que de un nuevo deber impuesto a los administradores en la proximidad de la insolvencia, de una modulación de la doctrina de los deberes fiduciarios de los administradores frente a la sociedad cuando la insolvencia es inminente (...)».

7.8. *El análisis de los deberes de los administradores en la «twilight zone», en el marco de los trabajos de UNCITRAL*

Con todo, la cuestión dista de ser pacífica en el derecho comparado⁵²⁷. El «*Report of High Level Group of Company Law experts on a modern regulatory framework for company law in Europe*», de 4 de noviembre de 2002 (Informe *Winter*), propuso extender el régimen de «*wrongful trading*» de la sección 214 del *UK Insolvency Act* de 1986 al resto de estados miembros⁵²⁸. Atendiendo a una interpretación de esta norma acorde con la tesis defendida en este trabajo, los administradores podrían ser responsables por no proceder a la disolución y liquidación de la sociedad de forma inmediata cuando la empresa es tanto financiera como económicamente inviable⁵²⁹.

El Grupo V de trabajo de UNCITRAL, en materia de derecho de la insolvencia, ha analizado también el estatuto de los administradores sociales en situaciones de insolvencia inminente («*Directors' obligations in the period approaching insolvency*»)⁵³⁰. La parte cuarta de la Guía sobre Derecho de la Insolvencia de

⁵²⁷ Como recoge Alonso Ledesma, C. «Derecho de sociedades vs. Derecho concursal, técnicas alternativas o complementarias de protección de los acreedores?», *op. cit.*, página 78, en el Reino Unido y en otros países de la *Commonwealth* sí que se ha llegado a sostener que los acreedores son los destinatarios de los deberes fiduciarios de los administradores sociales en situaciones de insolvencia. Ahora bien, la falta de rigor en las expresiones no debe llevar a confusión, pues en muchos casos (como ocurre en alguna de las resoluciones de *Delaware* expuestas), en puridad, lo que se pretende señalar es que los acreedores devienen «*residual claimants*», sin que varíe el concepto de interés social.

⁵²⁸ Sin embargo, en el caso español no está claro si ello llevaría en la actualidad a la «sustitución» de la responsabilidad por pérdidas del artículo 367 de la Ley de Sociedades de Capital o a la responsabilidad concursal del artículo 172 *bis* de la Ley Concursal (o de ambas). Véase, al respecto, las páginas 9, 15 y 68 a 69 del Informe *Winter*. Como señala Alonso Ledesma, C. «Derecho de sociedades vs. Derecho concursal, técnicas alternativas o complementarias de protección de los acreedores?», *op. cit.*, páginas 86 y 87, de conformidad con la propuesta del Informe *Winter* «*la responsabilidad por “wrongful trading” surgiría cuando los administradores conocieron o debían haber conocido que la insolvencia (sobre la base de un insolvency cash flow) era más probable que se produjera que lo contrario, salvo que ellos hubieran tomado todas las medidas razonables para evitar la insolvencia (...). En definitiva, conforme a este “wrongful trading” modificado, los administradores tendrían una opción para continuar la actividad de la sociedad e intentar reestructurar la empresa (al tomar todas las medidas adecuadas para evitar la insolvencia) o para solicitar la declaración de concurso si la insolvencia no puede ser evitada*».

⁵²⁹ La responsabilidad, entendida en estos términos, no surgiría *per se* en caso de incumplir el deber de promover la disolución de la sociedad o de solicitar la declaración de concurso durante el periodo de dos meses *ex* artículos 367 de la Ley de Sociedades de Capital y 172 *bis* de la Ley Concursal. El agravamiento de la situación de insolvencia sería un criterio de determinación del daño, por lo que resultaría de aplicación la «*business judgment rule*» (art. 226.1 LSC). *Vid. Infra* III.8.

⁵³⁰ Disponible en: http://www.uncitral.org/uncitral/en/commission/working_groups/5Insolvency.html. Véase, asimismo, la visión comparativa sobre la cuestión en *Directors in the Twilight Zone IV*, INSOL, 2013.

UNCITRAL («*Directors' obligations in the period approaching insolvency*»), del año 2013⁵³¹, regula actualmente esta cuestión, identificando correctamente los distintos incentivos que pueden tener socios y acreedores cuando el valor razonable de la empresa cae por debajo del pasivo exigible. Sin embargo, insiste en el mantenimiento de una acción autónoma e independiente, en lugar de considerar la agravación de la insolvencia como un criterio de determinación del daño causado a la sociedad⁵³². La guía tampoco establece claramente que la destinataria de los deberes de los administradores es la sociedad. Indica (recomendaciones 255 y 256) que los administradores deben tomar en consideración los intereses de los acreedores y de otros «*stakeholders*» a la hora de evitar la situación de insolvencia actual o de minimizar sus efectos. El momento relevante para ello (recomendación 257) es el conocimiento real o debido de la situación de insolvencia inminente o actual por parte de los administradores. Con todo, la guía establece el carácter resarcitorio de la acción, pues la medida de la responsabilidad exigible a los administradores sociales (de hecho, ocultos o de derecho *ex* recomendación 258) atiende al daño sufrido por los acreedores (recomendaciones 259 a 261) –aunque la recomendación 266 contempla la posibilidad de que el administrador pueda ser inhabilitado–. Además, se reconoce a los acreedores legitimación extraordinaria (pues la acción es derivativa conforme a la recomendación 262) y subsidiaria ante la pasividad de la administración concursal (recomendación 263), indicando que el crédito de reembolso por los gastos soportados por el acreedor demandante debe ser tratado como un crédito contra la masa (recomendación 264 –si bien la 265 admite otros enfoques–).

Sin perjuicio de las posibles medidas sancionadoras adicionales al resarcimiento del daño, que la acción opere como un mecanismo de reintegración de la masa (recomendación 262) permite argumentar que la destinataria de los deberes de los

⁵³¹ Disponible en: <https://www.uncitral.org/pdf/english/texts/insolven/Leg-Guide-Insol-Part4-ebook-E.pdf>. Esta guía se refiere a las situaciones de insolvencia inminente que transcurren al margen del concurso como «*the twilight zone*», «*the vicinity of insolvency*» o «*the zone of insolvency*». En la revisión de la guía de 20 de enero de 2015 ha sido tenido en cuenta el análisis llevado a cabo por el Banco Mundial en el trabajo *Principles for Effective Insolvency and Creditor/debtor regimes*, 2015. En concreto, el apartado B2 («*Directors' Obligations in the Period Approaching Insolvency*») establece que los administradores deberían tomar en consideración el interés de los acreedores y otros «*stakeholders*» cuando conozcan o debieran conocer que la situación de insolvencia es inminente o inevitable, de cara a evitarla o minimizar sus efectos.

⁵³² Desde el punto de vista del derecho internacional privado, la calificación como «societaria» o «concursal» de la norma que regula la responsabilidad por agravar la situación de insolvencia no es desde luego indiferente. Al respecto, véase Bermejo, N. y Rodríguez, E. «Normas de protección de acreedores: entre el derecho de sociedades y el derecho concursal», *op. cit.*, páginas 4-5 y 20-35. *Vid. Infra* III.8.7.

administradores sigue siendo la sociedad (o la empresa). Así, las referencias al interés de los acreedores obedecerían a la asunción (incorrecta) de que, en todo caso, el valor razonable de la empresa es inferior al pasivo en las situaciones de insolvencia, por lo que el daño sufrido por el patrimonio social repercute directamente en los acreedores.

7.9. *El riesgo de una interpretación errónea de la doctrina del derecho de Delaware*

Aunque se trata de una cuestión empírica, la condición cambiante de los «*residual claimants*» en materia de responsabilidad de administradores debe ser abordada con cautela. Al margen de desechar el ejercicio de la «acción individual», la principal consecuencia de la doctrina de *Delaware* ya tiene reflejo en el artículo 240 de la Ley de Sociedades de Capital. Se ha insistido mucho en que *Credit Lyonnais* no expandió las facultades de los acreedores ni reconoció una nueva acción para tutelar sus derechos en situaciones de insolvencia⁵³³.

Hay quien ha afirmado que la doctrina jurisprudencial de los órganos jurisdiccionales de *Delaware* sólo puede confundir, ya que la estructura de gobierno corporativo que establece el derecho societario mantiene incólumes los derechos de los socios a pesar de la situación de insolvencia⁵³⁴. Efectivamente, sus efectos prácticos en nuestro ordenamiento jurídico son escasos, pero el riesgo de que se malinterprete es elevado (buena prueba de ello son las distintas interpretaciones de la doctrina científica

⁵³³ Kahan, M. y Rock, E. «*How to Prevent Hard Cases from Making Bad Law: Bear Sterns, Delaware, and The Strategic Use of Comity*», *op. cit.*, página 739: «(a)s Vice Chancellor Strine explained in *Productions Resources Group, L.L.C. v. NCT Group, Inc.*, the *Credit Lyonnais* case, despite some of the scholarly commentary and a few of court decisions, was not about expanding creditors' rights or providing them with a new cause of action, but rather was about recognizing that the business judgment rule protects directors in choosing a less risky course of action: "In other words, *Credit Lyonnais* provided a shield to directors from stakeholders who claimed that the directors had a duty to undertake extreme risk so long as the company would not technically breach any legal obligations"».

⁵³⁴ Hu, H. y Westbrook, J.L. «Abolition of the Corporate Duty to Creditors», *op. cit.*, página 1366, indican que: «(u)nder the duty shifting doctrines' framework, the managers remain the agents, while the creditors become the principals. But the new principals lack the right to choose their agents. The old principals continue to have that right and thereby continue to have some control over those agents. The result would be akin to allowing French voters to select the President of the United States (...). The general effect of these additional embedded rights is also to direct managers to act in the shareholders' interests notwithstanding any duty shifting».

española al respecto)⁵³⁵. Desde la perspectiva del gobierno corporativo de la empresa en crisis, no habría peor remedio que proceder a la realización individualizada de los activos para satisfacer las deudas, en lugar de invertir en proyectos empresariales con valor actual neto positivo. Ese riesgo ya existe con la causa de disolución obligatoria del artículo 363.1.e) de la Ley de Sociedades de Capital y no hace falta incrementarlo.

7.10. *La reforma de la Ley de Sociedades de Capital en materia de gobierno corporativo*

La reforma de la Ley de Sociedades de capital, operada por la Ley 31/2014, de 3 de diciembre, por la que se modifica la Ley de Sociedades de Capital para la mejora del gobierno corporativo (BOE de 4 de diciembre), debe valorarse positivamente. El artículo 227 establece unívocamente, en relación con el deber de lealtad, que: «*(l)os administradores deberán desempeñar el cargo con la lealtad de un fiel representante, obrando de buena fe y en el mejor interés de la sociedad*». Por su parte, el artículo 229.3, referente al deber de evitación de las situaciones de conflictos de interés, reitera que: «*(e)n todo caso, los administradores deberán comunicar a los demás administradores y, en su caso, al consejo de administración, o, tratándose de un administrador único, a la junta general cualquier situación de conflicto, directo o indirecto, que ellos o personas vinculadas a ellos pudieran tener con el interés de la sociedad*»⁵³⁶.

No debería considerarse un fracaso el rechazo de las enmiendas de modificaciones al articulado propuestas en el Senado por el Grupo Parlamentario Entesa del Progrés de Catalunya (enmienda número 40) y por el Grupo Parlamentario Socialista (enmienda número 90). Ambas, idénticas, proponían la inclusión del artículo 225 *ter*, en cuyo apartado segundo se establecía que: «*(l)os administradores deberán adoptar en cada momento las medidas precisas para la buena dirección y control de la*

⁵³⁵ Entre la doctrina judicial, aunque no se refiere al derecho de *Delaware*, cabe hacer referencia a la sentencia del Juzgado de lo Mercantil de las Palmas de 18.VII.2011 (AC 2011, 1550; ponente: Jesús Miguel Alemany), cuyo fundamento de derecho segundo establece: «*cuando una compañía es claramente insolvente, los administradores deben anteponer los intereses de los acreedores a los de los socios (...). De lege ferenda, quizá convendría prever las consecuencias de la infracción del deber de solicitar la liquidación en tiempo oportuno, es decir, establecer la responsabilidad por causar una "liquidación insolvente" o una liquidación sobre activos imprudentemente disminuidos y, en concreto, imponer al concursado un deber de liquidación anticipada*».

⁵³⁶ El expositivo VI del preámbulo, al referirse a la remuneración de los administradores, hace referencia al «*interés de la sociedad y sus accionistas*». Sin embargo, es lógico que una ley que no hace ni una sola referencia a las situaciones de insolvencia contemple el supuesto habitual de gobierno corporativo (cuando la sociedad es solvente): la condición de «*residual claimants*» recae sobre los socios.

sociedad, atendiendo al interés común de los socios y, si la sociedad tuviera dificultades económicas o financieras, al interés de los acreedores»⁵³⁷. Las propuestas parecían querer introducir una norma similar a la que ya existe en la sección 172 del *UK Companies Act* del año 2006 («*Duty to promote the success of the company*»), cuyo apartado tercero establece que: «(t)he duty imposed by this section has effect subject to any enactment or rule of law requiring directors, in certain circumstances, to consider or act in the interests of creditors of the company»⁵³⁸.

Además de lo indeterminado de la expresión «*dificultades económicas o financieras*», los administradores deberían atender siempre al interés común en la maximización sostenida, a medio y largo plazo, del valor razonable de la empresa que integra el haber social. Esta labor aprovechará por lo general a los socios, excepto cuando el valor empresarial se reduzca a una cifra inferior a la deuda, en cuyo caso los beneficiarios serán los acreedores. Unos u otros disponen de legitimación en derecho español para ejercitar la acción social de responsabilidad oportunamente (art. 240 LSC)⁵³⁹.

7.11. La Propuesta de Directiva de 22.XI.2016

Por estas mismas razones, convendría realizar una interpretación correctora de la Propuesta de Directiva de 22.XI.2016⁵⁴⁰. El apartado 36 del preámbulo aborda la cuestión del estatuto de los administradores en situaciones de insolvencia inminente

⁵³⁷ Sin entrar en su valoración, pues excede del propósito de este trabajo, la justificación de la enmienda era parca y desde luego inconclusa respecto a la finalidad pretendida: «(s)e refuerza la responsabilidad de los administradores. Se introduce una referencia al modo de exigir o recabar la información, cuando la sociedad esté administrada por un consejo y se completa el deber de dirección o control y se deja claro el carácter imperativo del deber de diligencia».

⁵³⁸ Véase al respecto la crítica de Alonso Ledesma, C. «Derecho de sociedades vs. Derecho concursal, técnicas alternativas o complementarias de protección de los acreedores?», *op. cit.*, página 80 a 84. Señala, en primer lugar, el riesgo de que los administradores adopten decisiones pensando en el interés a corto plazo de los acreedores y, por tanto, en detrimento de la maximización del valor de la empresa a medio y largo plazo. Este riesgo es consecuencia de regular un cambio en el destinatario de los deberes fiduciarios (que siempre debería ser la sociedad o la empresa en caso de disolución), en lugar de tratar la cuestión como una legitimación sobrevenida para ejercitar la acción social. También afirma que la codificación del deber no ha solucionado la disparidad jurisprudencial existente hasta ese momento, sino que la ha agudizado. Véase, en concreto, las páginas 85 a 86 respecto a la interrelación de este precepto con la sección 214 del *UK Insolvency Act* («*wrongful trading*»).

⁵³⁹ Sin embargo, incomprensiblemente, el artículo 48 *quáter* de la Ley Concursal establece la legitimación exclusiva de la administración concursal para el ejercicio de la acción social una vez declarado el concurso.

⁵⁴⁰ *Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on preventive restructuring frameworks, second chance and measures to increase the efficiency of restructuring, insolvency and discharge procedures and amending Directive 2012/30/EU.*

o actual⁵⁴¹. En concreto, en situaciones cercanas a la insolvencia los administradores deberían evitar (i) actuar con dolo o culpa grave para obtener un beneficio a costa de los «*stakeholders*» -nada nuevo bajo el sol-; (ii) celebrar contratos perjudiciales para la masa; o (iii) realizar pagos u otro tipo de actos y negocios para favorecer a unos «*stakeholders*» frente a otros.

El artículo 18 («deberes de los administradores») concreta que los estados miembros deberán establecer que, en situaciones donde haya posibilidades de insolvencia, los administradores deban realizar las siguientes actuaciones: (i) adoptar las medidas necesarias para minimizar las pérdidas en perjuicio de acreedores, trabajadores, socios y otros «*stakeholders*»; (ii) tomar en debida consideración los intereses de los acreedores y de otros «*stakeholders*»; (iii) adoptar medidas razonables para evitar la situación de insolvencia; y (iv) evitar todo tipo de conducta intencionada o gravemente negligente que afecte a la viabilidad de la empresa.

Todas esas previsiones pueden encauzarse a través de la acción social de responsabilidad. La principal novedad, la toma en consideración del interés de los acreedores, debe entenderse, nuevamente, en la identificación de incentivos de los acreedores con el interés social cuando el valor de la empresa es inferior al pasivo exigible. Ni cambia el interés social ni los administradores deberían preocuparse de nada más que no sea la maximización sostenida del valor de la empresa a medio y largo plazo. Con otras palabras, las acciones de los socios contra los administradores no deberían prosperar respecto a actuaciones encaminadas a gestionar las situaciones de crisis empresarial (únicamente aparentemente) en interés de los acreedores por tener incentivos alineados con el interés social.

⁵⁴¹ «*To further promote preventive restructurings, it is important to ensure that directors are not dissuaded from exercising reasonable business judgment or taking reasonable commercial risks, particularly where to do so would improve the chances for the restructuring of potentially viable businesses. Where the enterprise experiences financial difficulties, directors should take such steps as seeking professional advice, including on restructuring and insolvency, for instance by making use of early warning tools where applicable; protecting the assets of the company so as to maximize value and avoid loss of key assets; considering the structure and functions of the business to examine viability and reduce expenditure; not committing the company to the types of transaction that might be subject to avoidance unless there is an appropriate business justification; continuing to trade in circumstances where it is appropriate to do so to maximize going concern value; holding negotiations with creditors and entering preventive restructuring procedures. Where the debtor is in the vicinity of insolvency, it is also important to protect the legitimate interests of creditors from management decisions that may have an impact on the constitution of the debtor's estate, in particular where those decisions may have the effect of further diminishing the value of the estate available for restructuring efforts or for distribution to creditors. It is therefore necessary that in such circumstances directors avoid any deliberate or grossly negligent actions that result in personal gain at the expense of stakeholders, agreeing to transactions at under value, or taking actions leading to unfair preference of one or more stakeholders over others. Directors for the purposes of this Directive should be persons responsible for taking decisions concerning the management of the company*».

8. Excurso: ¿es necesaria una acción autónoma de responsabilidad concursal al margen de la social?

8.1. *Las funciones a las que atiende la responsabilidad concursal de lege lata*

La Ley Concursal establece la plena separación e independencia de los órdenes jurisdiccionales civil y penal respecto a la calificación del concurso (arts. 163.2 y 189.1 LC). Los efectos de la apertura de la sección sexta del concurso y de la calificación del concurso como culpable se limitan al ámbito jurídico-privado⁵⁴².

Sin embargo, los objetivos a los que atiende la sección de calificación son variados. Concurren intereses privados y públicos, como acredita la condición de parte del Ministerio Fiscal, en su condición de tutor de los segundos (art. 169.2 LC). La calificación concursal no es meramente un mecanismo de reintegración de la masa activa en beneficio de los acreedores (sea cual sea la naturaleza de la «responsabilidad concursal»). También se tutela la seguridad del tráfico, sancionando a las personas afectadas por la calificación con la inhabilitación⁵⁴³ para representar a terceros o administrar patrimonios ajenos, durante un periodo de dos a quince años (art. 172.2.2º LC)⁵⁴⁴. Por tanto, aun limitada al orden jurisdiccional civil, la calificación concursal desempeña una función solutoria a favor de los acreedores y otra represora (sancionadora) por mor de la seguridad jurídica.

La inhabilitación es el principal efecto de naturaleza sancionadora asociado a la calificación del concurso como culpable. También cabe destacar la pérdida de derechos frente al concurso (primer inciso del art. 172.2.3º LC), la obligación de restitución de lo percibido con cargo a la masa activa o la condena a restituir los bienes y derechos indebidamente obtenidos del patrimonio –en caso de no haberse

⁵⁴² Véase, genéricamente, García-Cruces, J.A. *La calificación del concurso*, Aranzadi, Cizur Menor, 2004, páginas 15 a 24 (especialmente: 20 a 23).

⁵⁴³ *Idem*, páginas 153 a 155, argumentando que la sanción de la inhabilitación también puede y debe concurrir contra el concursado, a pesar del silencio del artículo 172.2.2º de la Ley Concursal, con base en el artículo 178 del mismo cuerpo legal. Este precepto establece que la conclusión del concurso conlleva la cesación de los efectos de la declaración, con la excepción de las limitaciones que se contengan en la sentencia de calificación.

⁵⁴⁴ *Idem*, páginas 108 y 109.

ejercitado previamente la correspondiente acción de reintegración⁵⁴⁵ (arts. 71, 164.2.4º y 5º y segundo inciso del art. 172.2.3º LC).

A estas medidas sancionadoras hay que sumar una resarcitoria: la indemnización de los daños y perjuicios causados por las personas afectadas por la calificación y por los cómplices (tercer inciso del art. 172.2.3º LC). La doctrina judicial ha establecido un alcance distinto de esta responsabilidad, según la interpretación dada a la naturaleza de la responsabilidad concursal del artículo 172 *bis* de la Ley Concursal. La tesis que postula su naturaleza resarcitoria proclama que aquélla sólo abarca los daños y perjuicios causados por los actos de disposición indebida de bienes y derechos del patrimonio del deudor (es decir, a los hechos que pueden haber dado lugar a la calificación del concurso como culpable *ex art.* 164.2.4º y 5º LC)⁵⁴⁶. Por el contrario, la doctrina que propugna la naturaleza sancionadora de la responsabilidad concursal aboga por un alcance general de dicha indemnización, extendiéndola a todos los daños y perjuicios causados a la masa activa por la actuación de los cómplices y de las personas afectadas por la calificación (cfr. arts. 238, 241 LSC y 1902 CC)⁵⁴⁷.

⁵⁴⁵ La mala fe del artículo 73.3 se ha equiparado jurisprudencialmente al fraude (*sciencia fraudis*) del artículo 164.2.5º de la Ley Concursal. Véase las sentencias del Tribunal Supremo (sala primera), de 10.IV.2015 (RJ 2015, 1517; ponente: Sebastián Sastre) y 27.III.2014 (RJ 2014, 2147; ponente: Rafael Sarazá). La mala fe exige (i) un aspecto subjetivo: la conciencia (real o debida) de que se afecta negativamente a los demás acreedores (algo más que el mero conocimiento de la situación de insolvencia o proximidad a la insolvencia del deudor, así como de los efectos perjudiciales que la transmisión podía ocasionar a los acreedores); y (ii) un aspecto objetivo: que la conducta del deudor sea merecedora de la repulsa ética en el tráfico jurídico (entre otras, STS -1ª- de 16.IX.2010; RJ 2010, 5597; ponente: Jesús Corbal y 7.XII.2012; RJ 2013, 913; ponente: Ignacio Sancho). Cuando la sentencia de reintegración no haya estimado la existencia de mala fe, la de calificación no puede fundamentar la calificación del concurso como culpable sobre la base de la enajenación fraudulenta de bienes: sentencia del Tribunal Supremo (sala primera), de 22.IV.2016 (RJ 2016, 2409; ponente: Pedro José Vela). Por otra parte, la apreciación de mala fe (*sciencia fraudis*) en la parte *in bonis* y el hecho de la salida fraudulenta de bienes o derechos lleva a la calificación del concurso como culpable puede llevar a la declaración de complicidad de aquélla, con la correspondiente obligación indemnizatoria frente a la masa *ex* artículo 166 de la Ley Concursal. Véase la sentencia del Tribunal Supremo (sala primera), de 27.I.2016 (RJ 2016, 25; ponente: Pedro José Vela), que admite, además, que la complicidad pueda traer causa de hechos posteriores a la declaración de concurso.

⁵⁴⁶ Véase, entre otras, las sentencias de la Audiencia Provincial de Barcelona (sección 15ª) de 16.VI.2011 (JUR 2011, 362207; ponente: Ignacio Sancho) y 2.XII.2011 (JUR 2012, 95032; ponente: Ignacio Sancho).

⁵⁴⁷ Véase, entre otras, las sentencias de la sala primera del Tribunal Supremo de 16.VII.2012 (Roj: STS 5172, 2012; ponente: Rafael Gimeno-Bayón), 14.XI.2012 (Roj: STS 9182, 2012; ponente: Rafael Gimeno-Bayón) y 20.XII.2012 (Roj: STS 9145, 2012; ponente: José Ramón Ferrándiz); y antes, las sentencias de la Audiencia Provincial de Madrid (sección 28ª) de 5.II.2008 (AC 2008, 834; ponente: Rafael Sarazá) y 26.VI.2009 (AC 2009, 2065; ponente: Enrique García). Entre la doctrina científica, véase García-Cruces, J.A. *La calificación del concurso*, *op. cit.*, páginas 164 a 169 (especialmente: páginas 165 y 166).

La dicción literal del inciso en cuestión aboca a confusión. Sin embargo, hay dos argumentos que conducen a restringir el alcance del daño indemnizable. En primer lugar, el artículo 172.2.3º de la Ley Concursal es uno de los pronunciamientos que *debe* contener el fallo de la sentencia que califica el concurso como culpable. Este extremo es inconsistente con la «tesis sancionadora», pues conteniendo el artículo 172.2.3º un crédito *resarcitorio* de alcance general, la condena debería solicitarse expresamente⁵⁴⁸. La posición que defiende la restricción del crédito resarcitorio a los daños y perjuicios asociados a los actos de disposición indebidos se compadece mejor con el carácter necesario del pronunciamiento.

En segundo lugar, el artículo 172.2.3º de la Ley Concursal impone las consecuencias patrimoniales descritas a las personas afectadas por la calificación y a los cómplices. Si el daño indemnizable no se restringiera al causado por los actos de disposición indebidos, la norma del artículo 172.3 de la Ley Concursal quedaría vacía de contenido⁵⁴⁹. Esta norma establece, como pronunciamiento debido, la condena de los cómplices sin condición de acreedores (en realidad, sin condición de personas afectadas por la calificación), a indemnizar los daños y perjuicios causados por los actos que hayan fundado la calificación de concurso como culpable (cfr. art. 166 LC).

8.2. *La naturaleza de la responsabilidad concursal. Estado de la cuestión*

Con todo, la cuestión de más controversia es la determinación de la naturaleza de la responsabilidad concursal (resarcitoria o sancionadora)⁵⁵⁰, con lo que ello supone en cuanto a su asegurabilidad y a la calificación del crédito en el concurso de la persona afectada por la calificación. Esta responsabilidad aflora como pronunciamiento posible de la sentencia en el caso de deudores personas jurídicas, cuando la sección de calificación se forma o se reabre como consecuencia de la apertura de la fase de liquidación (art. 172 *bis* LC).

⁵⁴⁸ García-Cruces, J.A. *La calificación del concurso*, *op. cit.*, página 169, advierte de la necesidad de solicitar expresamente esta condena, a pesar de defender la naturaleza sancionadora de la responsabilidad concursal. La sentencia de la Audiencia Provincial de Madrid (sección 18ª), de 26.VI.2009 (AC 2009, 2065; ponente: Enrique García) no exige este requisito.

⁵⁴⁹ Cerdá, F. «La responsabilidad de los administradores sociales por el déficit concursal», en la obra colectiva *Estudios de Derecho Mercantil, Liber Amicorum Profesor Dr. Francisco Vicent Chuliá* (Petit, Mª Vª, coord.), Tirant lo Blanch, Valencia, 2013, páginas 1563 a 1611 (especialmente: páginas 1574 y 1575).

⁵⁵⁰ A propósito de las dos posturas a nivel de doctrina jurisprudencial, judicial y científica, véase Cerdá, F. «La responsabilidad de los administradores sociales por el déficit concursal», *op. cit.*, páginas 1576 a 1583.

La tesis sobre la naturaleza sancionadora de la responsabilidad concursal parte del supuesto de que se trata de un pronunciamiento adicional al posible resarcimiento de los daños y perjuicios causados, como consecuencia de la conducta que, con dolo o culpa grave, ha generado o agravado la situación de insolvencia del deudor (art. 172.2.3^o LC)⁵⁵¹. En caso contrario, una u otra norma (arts. 172.2.3^o y 172 *bis* LC) quedaría vacía de contenido⁵⁵². A mayor abundamiento, la acción social de responsabilidad se podría haber ejercitado con anterioridad (art. 48 *quáter* LC) y, aun así, podría haber condena al pago del déficit concursal⁵⁵³. Se explica así que esta doctrina exija una «justificación adicional» para la condena al pago del déficit concursal, consistentemente con el carácter potestativo de este pronunciamiento⁵⁵⁴. La naturaleza resarcitoria también resultaría inconsistente con la limitación de esta posible condena a los supuestos de liquidación, la exigencia de *culpa lata*⁵⁵⁵ o la posibilidad de limitar la cobertura del déficit⁵⁵⁶. Además, respecto al embargo cautelar, el artículo 48 *ter* de la Ley Concursal únicamente exige que «*resulte fundada la posibilidad de que en la sentencia de calificación las personas a las que afecte el embargo sean condenadas a la cobertura del déficit resultante de la liquidación (...)*». Así, la exigencia de un criterio de imputación subjetivo reforzado de la responsabilidad permite «*entender que la responsabilidad concursal obedece a una finalidad distinta, pues responde a un deseo de moralización de las conductas,*

⁵⁵¹ Vid. *Supra* III.8.1.

⁵⁵² La doctrina judicial ha señalado que la dicotomía de responsabilidad resarcitoria y sancionadora también se da en el ámbito societario (cfr. arts. 238 y 367 LSC), por lo que resultaría paradójico que el régimen de responsabilidad concursal fuera menos severo que el societario. Véase la sentencia de la Audiencia Provincial de Madrid (sección 28^a) de 5.II.2008 (AC 2008, 834; ponente: Rafael Sarazá).

⁵⁵³ Por todos, García-Cruces, J.A. *La calificación del concurso*, *op. cit.*, páginas 180 y 181, y 184 a 186.

⁵⁵⁴ *Idem*, páginas 176 y 177. Asimismo, García-Cruces, J.A. «La responsabilidad concursal», en la obra colectiva *La responsabilidad de los administradores de las sociedades mercantiles*, *op. cit.*, página 307.

⁵⁵⁵ García-Cruces, J.A. *La calificación del concurso*, *op. cit.*, página 185.

⁵⁵⁶ García-Cruces, J.A. «La calificación del concurso tras la reforma de la Ley Concursal», en la obra colectiva *Estudios de Derecho Mercantil, Liber Amicorum Profesor Dr. Francisco Vicent Chuliá* (Petit, M^a V^a, coord.), Tirant lo Blanch, Valencia, 2013, páginas 1629 a 1653 (especialmente: página 1651).

a fin de reprimir aquéllas que, actuadas con ocasión del empeoramiento del estado de insolvencia, pudieran considerarse más graves»⁵⁵⁷.

La tesis contraria defiende la naturaleza resarcitoria de la responsabilidad concursal. La argumentación a favor de esta tesis parte de su diferenciación con la acción social de responsabilidad en cuanto al daño indemnizable. En el caso de la responsabilidad concursal, el daño lo sufren los acreedores (por contraposición a la acción social, donde el daño se produce al patrimonio social *ex art. 238 LC*)⁵⁵⁸. También se propugna como criterio distintivo la regla de imputación en caso de pluralidad de personas afectadas por la calificación (cfr. arts. 237 LSC y 172 *bis.1.III LC*)⁵⁵⁹. La posibilidad de aplicar la regla de la parciariedad con carácter general (es una obligación dineraria cfr. art. 1138 CC) no impide la aplicación de la norma de la solidaridad ante la imposibilidad de delimitar la participación (o exclusión) individual de los hechos (art. 1137 CC)⁵⁶⁰. Es decir, las reglas sobre presunciones – *rectius*, carga de la prueba– no deberían afectar a los fundamentos que en el derecho

⁵⁵⁷ García-Cruces, J.A. *La calificación del concurso*, *op. cit.*, página 187. Este criterio fue sostenido por la sala primera del Tribunal Supremo en la sentencia de 16.VII.2012 (RJ 2012, 9330; ponente: Rafael Gimeno-Bayón), en cuyo fundamento de derecho tercero se indica, desarrollando la noción establecida por otras sentencias anteriores, que: «*la norma atribuye al Juez una amplia discrecionalidad, razón por la que la calificación del concurso como culpable no deriva necesaria e inexorablemente la condena de los administradores de la sociedad concursada a pagar el déficit concursal, pero no fijaba ningún criterio para identificar a los concretos administradores que debían responder ni para cuantificar la parte de la deuda que debía ser cubierta, por lo que si bien no cabe descartar de forma apriorística otros parámetros, resulta adecuado el que prescindiendo totalmente de su incidencia en la generación o agravación de la insolvencia, tiene en cuenta la gravedad objetiva de la conducta y el grado de participación del condenado en los hechos que hubieran determinado la calificación del concurso. En este sentido, la 644/2011, de 6 de octubre, reiterada en la 614/2011 de 17 noviembre de 2012, afirma que "es necesario que el Juez valore, conforme a criterios normativos y al fin de fundamentar el reproche necesario, los distintos elementos subjetivos y objetivo del comportamiento de cada uno de los administradores en relación con la actuación que, imputada al órgano social con el que se identifican o del que forman parte, había determinado la calificación del concurso como culpable"*». Véase también García-Cruces, J.A. «Causas de calificación culpable del concurso, imputación de conductas y atribución de efectos derivados. (Comentario de la sentencia del Juzgado de lo Mercantil nº 12 de Madrid de 13 de junio de 2013)», *Anuario de Derecho Concursal*, número 32, páginas 417 a 451 (especialmente: página 448), donde se afirma que: «*el criterio de imputación no se hace descansar en la causación de un daño que, debido al dolo o a la culpa lata del agente, deba repararse sino, antes bien, en la propia conducta seguida y a su desvalor en atención al rechazo social que provoca*». Es decir, conforme a esta tesis, la *ratio* del artículo 172 *bis* de la Ley Concursal sería doble: sancionar a las personas afectadas por la calificación por una conducta reprobable y servir como cobertura del déficit concursal en beneficio de la masa y, por tanto, de los acreedores.

⁵⁵⁸ Véase Cerdá, F. «La responsabilidad de los administradores sociales por el déficit concursal», en la obra colectiva *Estudios de Derecho Mercantil, Liber Amicorum Profesor Dr. Francisco Vicent Chuliá op. cit.*, páginas 1563 a 1611 (especialmente: páginas 1568 y 1569), donde fundamenta esta posición con base en derecho holandés.

⁵⁵⁹ *Idem*, página 1569.

⁵⁶⁰ García-Cruces, J.A. «La calificación del concurso tras la reforma de la Ley Concursal», *op. cit.*, páginas 1647 y 1648, y «La responsabilidad concursal», *op. cit.*, páginas 328 a 330.

civil patrimonial llevan a calificar la responsabilidad civil como parciaria o solidaria. Esta tesis también se basa en que la responsabilidad por daños del tercer inciso del artículo 172.2.3º de la Ley Concursal se limita a los perjuicios ocasionados por los actos de disposición indebidos de bienes y derechos del concursado (*Vid. Supra* III.8.1)⁵⁶¹. Aunque las presunciones *iuris et de iure* de concurso culpable (art. 164.2) e *iuris tantum* de culpabilidad (art. 165.1 LC) pueden motivar la calificación culpable sin relación de causalidad entre los hechos y la generación o agravación de la insolvencia (arts. 164.2.1º y 2º, y 165.1.2º y 3º LC), la condena a la cobertura del déficit concursal sí que precisaría de ese nexo y de la imputación causal a las personas afectadas por la calificación. Tras la reforma operada por la Ley 38/2011, de 10 de octubre, de reforma de la Ley Concursal, el artículo 172 bis.1.III de la Ley Concursal establece que «*en caso de pluralidad de condenados, la sentencia deberá individualizar la cantidad a satisfacer por cada uno de ellos, de acuerdo con la participación en los hechos que hubieran determinado la calificación del concurso*». Por último, la naturaleza sería resarcitoria porque la condena a la cobertura del fallido concursal sólo puede ocurrir en caso de apertura de la fase de liquidación, «*puesto que la condena al pago total o parcial del déficit concursal persigue indemnizar el daño sufrido por los acreedores insatisfechos con el producto de la liquidación, en la medida en que el daño esté causalmente conectado a la conducta que determina la calificación culpable*»⁵⁶².

Tras un cierto vaivén de criterios⁵⁶³, la sala primera del Tribunal Supremo ha acabado afirmando (sin aclarar la controversia) que se trata de una «*responsabilidad por*

⁵⁶¹ Cerdá, F. «La responsabilidad de los administradores sociales por el déficit concursal», *op. cit.*, páginas 1573 a 1575.

⁵⁶² *Idem*, página 1584.

⁵⁶³ *Ibidem*, páginas 1584 a 1585.

deuda ajena»⁵⁶⁴, denominación que comparte con la establecida por el artículo 367 de la Ley de Sociedades de Capital. El Alto Tribunal establece que es necesaria una «justificación añadida»⁵⁶⁵ para condenar al pago del déficit concursal, si bien, el criterio no tiene por qué consistir en la participación de las personas afectadas por la calificación en los hechos (u omisiones) que han causado la generación o agravación de la insolvencia.

La reforma operada por la Ley 17/2014, de 30 de septiembre, por la que se adoptan medidas urgentes en materia de refinanciación y reestructuración de deuda empresarial (dimanante del Real Decreto-Ley 4/2014, de 7 de marzo) –BOE de 1 de octubre–, supone un hito en esta controversia. El artículo 172 *bis*.1.I de la Ley Concursal establece que el juez podrá condenar al pago de la cobertura del déficit patrimonial, «*en la medida en que la conducta que ha determinado la calificación culpable haya generado o agravado la insolvencia*». Con ello, incluso manteniendo la naturaleza de «responsabilidad *ex lege* por deuda ajena», se clarifica que el criterio de imputación objetiva parte necesariamente de la existencia de una relación de causalidad previa⁵⁶⁶. De este modo, la acreditación de que los hechos u omisiones que

⁵⁶⁴ Véase la sentencia de la sala primera del Tribunal Supremo de 7.V.2015 (JUR 2015, 146863; ponente: Rafael Sarazá), donde se recoge el criterio establecido, entre otras, por las sentencias de 16.VII.2012 (RJ 2012, 9330; ponente: Rafael Gimeno-Bayón), 14.XI.2012 (RJ 2013, 1614; ponente: Rafael Gimeno-Bayón) y 20.XII.2012 (RJ 2013, 1623; ponente: José Ramón Ferrándiz). Conforme a la doctrina jurisprudencial sentada en el año 2012, la facultad discrecional del juez no se hace depender de la generación o agravación de la insolvencia, sino en el criterio que tenga por oportuno el órgano jurisdiccional, atendiendo a la gravedad de la conducta. Así por ejemplo, en el fundamento de derecho cuarto, de la sentencia de 14.XI.2012, se establece que: «*no indicaba la Ley con la claridad deseable cuáles son los parámetros que debe tener en cuenta el juez para optar entre la exoneración y la condena a responder, para identificar a los concretos afectados por la calificación del concurso como culpable que deban responder y, finalmente, para cuantificar la responsabilidad por déficit concursal, por lo que, como declaramos en la sentencia la 501/2012, de 16 de julio (RJ 2012, 9330), si bien no cabe descartar de forma apriorística otros parámetros, resulta adecuado el que prescindiendo totalmente de su incidencia en la generación o agravación de la insolvencia, tiene en cuenta la gravedad objetiva de la conducta y el grado de participación del condenado en los hechos que hubieran determinado la calificación del concurso*».

⁵⁶⁵ Esta noción fue acuñada por la sentencia de la sala primera del Tribunal Supremo de 6.X.2011 (RJ 2012, 1084; ponente: José Ramón Ferrándiz).

⁵⁶⁶ Véase, no obstante, el criterio discrepante de García-Cruces, J.A. «Los efectos de los acuerdos de refinanciación en el concurso consecutivo: la calificación», *op. cit.*, páginas 196 y 197, quien considera que el inciso introducido en el artículo 172 *bis*.1 de la Ley Concursal resulta de aplicación únicamente respecto del supuesto en que se pueda condenar a los socios, en relación con la presunción del artículo 165.2 de la Ley Concursal (de hecho, la cláusula general del art. 164.1 circunscribe dicha posibilidad a la concurrencia de los hechos base de esta presunción). Sin embargo, la modificación realizada en el artículo 172.2.1º de la Ley Concursal, a propósito de la determinación de las personas afectadas por la calificación, indica que cabrá calificar como tales «*a los socios que se hubiesen negado sin causa razonable a la capitalización de créditos o una emisión de valores o instrumentos convertibles en los términos previstos en el artículo 165.2, en función de su grado de contribución a la formación de la mayoría necesaria para el rechazo del acuerdo*». Es decir, esta norma contiene una restricción distinta de la del artículo 172 *bis*.1 de la Ley Concursal, por lo que ésta resultaría de aplicación de forma genérica.

han llevado a calificar el concurso como culpable, han contribuido asimismo a generar o agravar la situación de insolvencia, constituye *condicio sine qua non* para la condena a la cobertura del déficit concursal⁵⁶⁷. Ello ha llevado al Tribunal Supremo (sala primera) a sostener la naturaleza resarcitoria de la responsabilidad concursal y, por tanto, a ser necesario la acreditación del nexo de causalidad y la imputación objetiva⁵⁶⁸.

8.3. *La agravación o generación de la insolvencia: ¿acción autónoma o criterio de determinación del daño?*

Ya sea una responsabilidad resarcitoria o una «responsabilidad *ex lege* por deuda ajena» imputable en la medida en que se haya contribuido a la generación o agravación de la insolvencia, la cuestión es la coordinación de la acción del artículo 172 *bis* de la Ley Concursal con la acción social de responsabilidad.

No cabe duda de que los destinatarios (mediatos) del pago al que se condena a las personas afectadas por la calificación son los acreedores, mediante su ingreso en la masa activa (art. 172 *bis*.3 LC), de conformidad con las reglas imperativas de prelación de pagos (arts. 154 a 158 LC). Pero la generación o agravación de la insolvencia también es la medida del daño que se ha causado a la sociedad, que, no en vano, se ha visto abocada al concurso y a su disolución (art. 145.3 LC). Otra cosa es que por la situación de insolvencia, el pago que ingrese en la masa activa se destine a la satisfacción de los acreedores concursales (y, si hubiera excedente, a los socios). Así, resultando indiferente (a estos efectos) calificarla como resarcitoria, sancionadora o legal por deuda ajena (se insiste en ello), la existencia de una acción autónoma de responsabilidad, adicional a la social, puede carecer de justificación.

8.4. *Propuesta de lege ferenda: unificación de la acción social y de la responsabilidad concursal*

La generación o agravamiento de la insolvencia no debería dar lugar a una acción de responsabilidad autónoma y de difícil coordinación con la social. Estos hechos permitirían cuantificar el daño causado a la sociedad (arts. 236.1 y 238-240 LSC).

⁵⁶⁷ Así lo había establecido de forma sostenida la sección 15ª de la Audiencia Provincial de Barcelona a partir de la sentencia de 9.VII.2014 (JUR 2014, 238237; ponente: José María Ribelles).

⁵⁶⁸ Véase las sentencias de 12.I.2015 (RJ 2015, 609; ponente: Rafael Sarazá) y 9.VI.2016 (RJ 2016, 2335; ponente: Rafael Sarazá).

La propuesta no es ajena a los ordenamientos jurídicos de nuestro entorno (*Vid. Supra* III.7). Tampoco impediría mantener la sección sexta para tutelar los intereses públicos, de protección de la seguridad del tráfico jurídico, que subyacen a otros efectos de la calificación del concurso como culpable (singularmente, la inhabilitación del deudor o de las personas afectadas por la calificación *ex art.* 172.2.2º LC). La cláusula general del artículo 164.1 de la Ley Concursal y el régimen de presunciones seguirían resultando plenamente de aplicación a estos efectos. Es más, con ello se pondría fin al inconveniente de la falta de relación causal entre algunas de las presunciones *iuris et de iure* de concurso culpable (arts. 45 y 164.2.1º y 2º LC) e *iuris tantum* de culpabilidad (art. 165.1.2º y 3º LC)⁵⁶⁹; inconveniente de extraordinaria relevancia práctica, bajo la tesis de que la condena al pago de la responsabilidad concursal no exige necesariamente causalidad con la agravación o generación de la insolvencia⁵⁷⁰.

Ahora bien, la acción social de responsabilidad podría ejercitarse en todo caso, con independencia de la apertura de la sección de calificación en los supuestos contemplados en el artículo 167 de la Ley Concursal. Aunque (sin duda) no toda situación de insolvencia debería resultar en responsabilidad de los administradores, el análisis no se haría depender de que se abriera la fase de liquidación. El objetivo sería depurar la eventual responsabilidad por el daño causado a la sociedad, conforme a las normas generales de los artículos 225 a 232 y 236 a 241 *bis* de la Ley de Sociedades de Capital. Por ello, sería conveniente restablecer el régimen general en materia de legitimación extraordinaria para el ejercicio de la acción social de responsabilidad (cfr. arts. 240 LSC y 48 *quárter* LC), en consonancia con lo

⁵⁶⁹ Cabe recordar que la sala primera del Tribunal Supremo ha establecido que las presunciones *iuris tantum* del artículo 165.1º de la Ley Concursal alcanzan tanto al elemento de imputación subjetiva de la conducta (dolo o culpa grave), como a la relación de causalidad y al criterio de imputación objetiva de aquélla (la generación o agravación de la insolvencia). Véase, entre otras, las sentencias de la sala primera del Tribunal Supremo de 1.IV.2014 (RJ 2014, 2159; ponente: Rafael Sarazá) y 7.V.2015 (JUR 2015, 146863; ponente: Rafael Sarazá).

⁵⁷⁰ El Profesor Beltrán realizó una propuesta similar, si bien en términos contrarios, proponiendo que la acción social de responsabilidad «*quedase reservada a los supuestos en que no se formase la sección de calificación y que fuese “absorbida” por ésta en el caso de que llegara a formarse la sección y la acción ya se hubiera ejercitado con anterioridad*». Véase Beltrán, E. «En torno a la “naturaleza” de la responsabilidad concursal. (Comentario de la sentencia de la Sección 28ª de la Audiencia Provincial de Madrid de 5 de febrero de 2008)», Anuario de Derecho Concursal, nº 14 (2008-2), Cizur Menor, Civitas, páginas 329 a 373 (especialmente: página 370). Por su parte, Rodríguez Artigas, F. y Marín de la Bárcena, F. «La acción social de responsabilidad», *op. cit.*, página 190, mantienen que es plausible la doble condena a los administradores sociales si la generación o agravación de la insolvencia se tiene en cuenta como criterio de determinación del daño causado a la sociedad en el marco de la acción social.

establecido por el artículo 54.4 de la Ley Concursal (y el 36.4⁵⁷¹), de forma que los acreedores dispusieran de legitimación para litigar en interés de la masa en caso de inactividad de la administración concursal (eludiendo así el tener que acudir al régimen de responsabilidad de ésta *ex art. 36.1 LC*)⁵⁷². La legitimación principal de la administración concursal sería necesaria para evitar el problema asociado a que los hechos enjuiciados hubieran ocurrido con anterioridad al devengo de parte de los créditos concursales. De lo contrario, la controversia giraría en torno a si la legitimación correspondería sólo a los acreedores pre-existentes. Además, los incentivos para litigar en interés de la masa se reducirían notablemente (por más que, en caso de sentencia estimatoria, asistiera al acreedor instante un crédito de reembolso con cargo a la masa *ex art. 54.4 LC*). Es decir, el mantenimiento de la legitimación de la administración concursal obedecería a las mismas razones que conducen a los acreedores a acudir en mayor medida al ejercicio de la acción de «responsabilidad solidaria *ex lege* por deuda ajena» o a la «acción individual» que a la social (cfr. arts. 240, 241 y 367 LSC)⁵⁷³.

La aplicación del régimen general en materia de responsabilidad de administradores por el daño causado a la sociedad, conllevaría que la acción social pudiera entablarse con relación a hechos ocurridos durante los cuatro años anteriores a su ejercicio *ex artículo 241 bis* de la Ley de Sociedades de Capital (por contraposición al periodo de dos años, respecto a la responsabilidad concursal que –mayoritariamente– se deduce del art. 164.1 LC).

Por otro lado, los administradores que hubieran actuado con la información suficiente, de buena fe, sin estar incursos en conflicto de interés y con arreglo a un procedimiento de decisión adecuado no serían condenados a cubrir el déficit concursal (art. 226.1 LSC). Ahora bien, la «*business judgment rule*» no sería una defensa factible para impedir siempre la condena al pagar de la totalidad o parte del fallido concursal. Así ocurriría, por ejemplo, en caso de enajenación fraudulenta de bienes del deudor en perjuicio de la masa activa, durante un período de cuatro años (cfr. art. 241 *bis* LSC)⁵⁷⁴. Aunque de abrirse la sección sexta (art. 167 LC) este mismo

⁵⁷¹ *Vid. Infra* IV.4.4.

⁵⁷² *Idem*. No habría inconveniente en restringir el régimen actual de la sección de calificación en materia de legitimación, toda vez que la exigencia de responsabilidad se depuraría al margen del mismo.

⁵⁷³ *Vid. Supra* III.5 y III.6.

⁵⁷⁴ Puesto que el plazo de prescripción de la acción sería de cuatro años, podría darse el caso que esos hechos no hubieran podido justificar el ejercicio de una acción de reintegración (art. 71 LC).

hecho pudiera causar la calificación del concurso como culpable, a efectos de la inhabilitación de los administradores (arts. 164.2.5º y 172.2.2º LC) y del resto de efectos patrimoniales contemplados en el artículo 172.2.3º de la Ley Concursal, también *cabría* condenar a los administradores por el daño (total) causado al patrimonio social (art. 236.1 LSC). La razón de ello es que en este caso no concurriría el presupuesto de la buena fe del artículo 226.1 de la Ley de Sociedades de Capital, dado que un administrador, actuando con la diligencia debida, debería conocer que ese acto perjudicaba a la masa activa y, por tanto, a la sociedad (la acreditación de la *scientia fraudis* es un requisito para la reintegración con mala fe de la parte *in bonis* y para las enajenaciones fraudulentas⁵⁷⁵). Lo mismo se concluye, con mayor razón, en casos de alzamiento de bienes o simulación patrimonial (art. 164.2.4º y 6º LC).

Conforme a la tesis aquí defendida, se propone suprimir el deber de solicitar la declaración de concurso (*Vid. Infra* VII). Ahora bien, si los administradores hubieran operado la sociedad en conflicto de interés (cfr. art. 226.2 LSC), la solicitud tardía también podría generar responsabilidad, si con ello se hubiera generado o agravado la situación de insolvencia (o causado cualquier otro daño al patrimonio social). Lo mismo *cabría* argumentar respecto al incumplimiento de solicitar la apertura de la fase de liquidación cuando se fuera a incumplir el convenio por causa imputable al deudor (art. 164.2.3º LC). Sin embargo, a pesar de lo sostenido por la prestigiosa sección 15ª de la Audiencia Provincial de Barcelona⁵⁷⁶, resultaría más arduo probar el daño causado al patrimonio social, como consecuencia de la falta de formulación o de depósito de las cuentas anuales (art. 165.1.3º LC), del incumplimiento del deber de colaboración del deudor (arts. 42 y 165.1.2º LC), de la existencia de irregularidades contables (art. 164.2.2º LC) o de la inexactitud o incluso falsedad en la información acompañada a la demanda de solicitud de concurso o durante el procedimiento (arts. 45 y 164.2.1º LC); sin perjuicio de la relevancia de estos hechos en caso de abrirse la sección sexta (art. 167 LC). En todos estos supuestos, no resultaría de aplicación la

⁵⁷⁵ Véase las sentencias del Tribunal Supremo (sala primera), de 10.IV.2015 (RJ 2015, 1517; ponente: Sebastián Sastre) y 27.III.2014 (RJ 2014, 2147; ponente: Rafael Sarazá).

⁵⁷⁶ La doctrina de la sala, incluso sosteniendo que su naturaleza es resarcitoria, ha establecido poder condenar a las personas afectadas por la calificación al pago del fallido concursal, por incumplimientos que no tienen por qué incidir directamente en la generación o agravación de la insolvencia, como la falta de contabilidad, las inexactitudes en la documentación que debe acompañarse a la demanda de solicitud del concurso, el incumplimiento del deber de colaboración o la falta de formulación o depósito de las cuentas anuales. Véase, entre otras, las sentencias de 29.XI.2007 (JUR 2009, 33340; ponente: Ignacio Sancho), 25.III.2008 (AC 2008, 998; ponente: Ignacio Sancho), 4.VI.2009 (JUR 2009, 420669; ponente: Luis Garrido) o 5.I.2015 (JUR 2015, 11395; ponente: Juan Francisco Garnica) y 28.I.2015 (AC 2015, 162; ponente: Juan Francisco Garnica).

regla de la protección de la discrecionalidad empresarial, en la medida en que no se trataría de «*decisiones estratégicas o de negocio*» (art. 226.2 LSC).

Mucho más discutible es el supuesto de la negativa a la capitalización de créditos en el marco de las negociaciones de un acuerdo de refinanciación (art. 165.2 LC). El socio que vota en contra del acuerdo de ampliación de capital no incurre en un conflicto de interés, ya que simplemente se opone, conforme a su derecho, al cambio de control, al igual que en cualquier oferta pública de adquisición (el remedio oportuno sería la impugnación del acuerdo por parte de los acreedores, por ser contrario al interés social *ex art. 204.1 y 206.1.I LSC*⁵⁷⁷). Aunque la actuación del socio no sería desinteresada (nunca lo es), ni siquiera habría conflicto de interés susceptible de privarle del derecho de voto (art. 190 LSC) –se trataría de un conflicto de interés posicional–, por lo que el acreedor impugnante asumiría la carga de probar el perjuicio causado al interés social (arts. 190.3 y 204.1.I LSC).

Sin embargo, la actuación interesada del socio-administrador (o del administrador que no reúne la condición de socio), entorpeciendo la convocatoria de la junta o desaconsejando la adopción del acuerdo, sí podría analizarse bajo el tamiz de la acción social. En todo caso, aunque no sería aplicable la «*business judgment rule*» (pues no sería una decisión discrecional estratégica o de negocio *ex art. 226.2 LSC*), tampoco habría incumplimiento del deber de lealtad (pues no hay conflicto transaccional), sino, a lo sumo, del de neutralidad⁵⁷⁸.

En cualquier caso, la mera solicitud de la declaración de concurso voluntario evitaría que se agravara la insolvencia, por lo que no habría daño que exigir por estos hechos en virtud de la acción social de responsabilidad.

8.5. *La clasificación del crédito por el fallido concursal en el concurso de la persona afectada por la calificación*

Además de la asegurabilidad del riesgo de la cobertura del déficit concursal, la cuestión sobre la naturaleza de la responsabilidad concursal tiene relevancia práctica, en materia de clasificación de créditos, en el concurso de la persona afectada por la calificación. La conclusión a propósito de la naturaleza de la responsabilidad (y su

⁵⁷⁷ *Vid. Supra* II.2 e *Infra* X.6.

⁵⁷⁸ *Vid. Supra* III.3 y III.4.

coordinación con la acción social) llevará a una conclusión u otra sobre la clasificación que deberá merecer el crédito por el fallido concursal.

Antes de entrar en la cuestión de la clasificación, conviene recordar el sistema establecido por la Ley Concursal para ejecutar la sentencia de calificación del concurso como culpable. La legitimación principal corresponde a la administración concursal (art. 172 *bis.2* LC). Ahora bien, una vez calificado el concurso como culpable, los acreedores recuperan la legitimación extraordinaria y subsidiaria si la administración concursal no actúa en un periodo de un mes desde el requerimiento efectuado (art. 172 *bis.2* LC). Los acreedores no litigan en su propio interés, sino en el del concurso, de modo que el producto ingresa en la masa activa, sin perjuicio del crédito de reembolso correspondiente (arts. 54.4 y 172 *bis.3* LC). Por tanto, la administración concursal o los acreedores no comunican su propio crédito en el concurso de la persona afectada por la calificación, sino la totalidad de la condena. El crédito que debe incluirse en la lista (art. 86.2 LC) es el de la sociedad concursada frente a la persona que contribuyó o causó la generación o agravación de la insolvencia (no el del acreedor instante, cuya legitimación es extraordinaria).

La cuestión de mayor interés reside en la clasificación de ese crédito. La primera posibilidad es que sea un crédito concursal, lo que ocurrirá si el concurso del administrador se declara tras su oposición al escrito de calificación (art. 171 LC). En este caso el crédito se comunicaría y reconocería necesariamente como contingente (arts. 86.2 y 87.3 LC), en la medida en que reuniría los requisitos para ser considerado como litigioso (art. 1535.II CC). Siendo un crédito concursal, cabrían hasta tres alternativas para clasificarlo. Bajo la tesis de la naturaleza sancionadora de la responsabilidad concursal, el crédito debería clasificarse como subordinado (art. 92.5º LC), lo que lleva a plantear la conveniencia de promover esa tesis, cuando la responsabilidad concursal, como mecanismo de reintegración de la masa activa, trata de maximizar la función solutoria del concurso. Desde la perspectiva de la tesis resarcitoria, el crédito merecería ser clasificado como privilegiado general (art. 91.5º). Sería un crédito resarcitorio que, como no tiene naturaleza contractual (pues los administradores no son garantes de las deudas de la sociedad), se debería encuadrar dentro de la responsabilidad aquiliana del artículo 1902 del Código Civil (lo que se compadece bien con la caracterización de la responsabilidad por deuda ajena *ex lege*). Sin embargo, bajo la tesis de considerar la generación o agravación de la insolvencia como un criterio de determinación del daño (contractual) causado a la sociedad, el crédito sería clasificado como ordinario (art. 89.2 LC).

También podría ocurrir que el concurso fuera declarado con anterioridad a la apertura de la sección sexta. Sería el caso, por ejemplo, de una solicitud de concurso voluntario fundada en insolvencia inminente (art. 2.3 LC), como consecuencia del embargo preventivo del patrimonio de la persona eventualmente afectada por la calificación *ex artículo 48 ter* de la Ley Concursal. Bajo estas circunstancias, el crédito no sería concursal, pues tampoco sería litigioso, por mucho que los hechos que pudieran sustentar la condena al pago del déficit concursal fueran anteriores a la declaración de concurso de la persona *eventualmente* afectada por la calificación. El artículo 87.3 de la Ley Concursal circunscribe el reconocimiento de créditos contingentes a aquellos sometidos a condición suspensiva (arts. 1113 y 1120 CC) y a los créditos contingentes (art. 1535 CC). Es decir, el artículo 87.3 no opera como cajón de sastre para reconocer créditos derivados de hechos anteriores al concurso en términos similares al criterio contable del *devengo*.

Por supuesto, el crédito en este caso no podría comunicarse como concursal y sometido a plazo, pues no se habría originado y, por tanto, tampoco podría estar sujeto a vencimiento futuro (arts. 1125 CC y 85.3 LC). En efecto, la sentencia declarativa de condena al pago del fallido concursal es condición para el nacimiento de la obligación al pago del déficit concursal. Luego tampoco cabría plantear la clasificación como privilegiado general (art. 91.5º LC), ya que este artículo presupone la existencia de un crédito anterior a la declaración de concurso.

Además, la Ley Concursal no ha otorgado a estos créditos por responsabilidad aquiliana (relativos a hechos anteriores a la declaración de concurso, pero que son declarados por sentencia o resolución administrativa posterior) el mismo tratamiento que a los públicos resultantes de procedimientos administrativos de comprobación o inspección (art. 97.3.2º LC) o a los derivados de un proceso penal o laboral (art. 97.3.3º LC). Estas reglas son excepciones a la subordinación por comunicación tardía (arts. 92.1º y 97.3.II LC), pero la falta de referencia a los créditos por responsabilidad civil extracontractual no justifica su subordinación.

En consecuencia, el crédito relativo a la condena al pago del crédito concursal sería contra la masa, al derivar de *«obligaciones nacidas de la ley o de responsabilidad extracontractual del concursado con posterioridad a la declaración de concurso y*

hasta la conclusión del mismo» (art. 84.2.10^o LC)⁵⁷⁹. La existencia del crédito a partir del pronunciamiento de la sentencia declarativa de condena abona esta conclusión (art. 172 bis.1 LC). Además, la amplitud del precepto abarcaría las tres tesis (sancionadora, resarcitoria o la generación/agravación de la insolvencia como criterio de determinación del daño de la acción social).

8.6. Incidencia en la condición de parte de los acreedores en la sección de calificación

La consideración de la generación o agravación de la insolvencia como criterio de determinación del daño causado a la sociedad debería otorgar legitimación a los acreedores para el ejercicio de la acción de responsabilidad del artículo 172 bis de la Ley Concursal⁵⁸⁰. Se pondría fin a la situación actual, donde, pese a que los acreedores ostentan la condición de parte para alegar cuanto estimen oportuno a propósito de la calificación del concurso, coadyuvar en la concreta petición formulada (art. 168 LC) y para recurrir la sentencia (art. 172 bis.4 LC), la Ley impone al juez el archivo de la sección de calificación si tanto la administración concursal como el Ministerio Fiscal coinciden en calificar el concurso como fortuito (arts. 169 y 170 LC)⁵⁸¹. La

⁵⁷⁹ Parece postularse en contra de esta tesis Herrera, C. «El crédito contra los administradores en la sección de calificación», Anuario de Derecho Concursal, número 10, páginas 479 a 509 (especialmente: páginas 502 a 505), quien considera que no procedería clasificar el crédito como contra la masa, de modo que existiría el riesgo de que la condena a la cobertura del déficit concursal resultara inefectiva (por quedar el crédito excluido) si no se hubiera abierto la sección de calificación ni decretado el embargo cautelar al tiempo de la declaración de concurso de la persona afectada por la calificación.

⁵⁸⁰ Ciertamente, esta propuesta requeriría modificar también el artículo 48 *quáter* de la Ley Concursal, que otorga legitimación exclusiva a la administración concursal para ejercitar la acción social, en contra de la norma general (art. 240 LSC).

⁵⁸¹ Véase la sentencia del Tribunal Constitucional (sala primera) de 13.II.2012 (RTC 2012, 15; ponente: Adela Asúa) y la sentencia del Tribunal Supremo (sala primera) de 3.II.2015 (RJ 2015, 644; ponente: Sebastián Sastre), en cuyo fundamento de derecho tercero expone que la *ratio* de los artículos 169 y 170 de la Ley Concursal «es que el Ministerio Fiscal, como tutor de los intereses públicos, y la administración concursal, como defensor y representante de los intereses generales del concurso, son los únicos que pueden formular propuestas de resolución que puedan ser tenidas en cuenta por el juez». Sin embargo, no parece justificado remitir a los acreedores al trámite de depurar la eventual responsabilidad de la administración concursal (art. 36.1 LC); máxime cuando la Ley contempla supuestos de legitimación extraordinaria y subsidiaria a favor de los acreedores (arts. 54.4 y 72 LC). Con todo, la Ley Concursal también limita la legitimación de los acreedores en cuanto al ejercicio de la acción social una vez declarado el concurso (art. 48 *quáter* LC). El Tribunal Constitucional (pleno) ha inadmitido, mediante auto de 16.II.2016 (RTC 2016, 35) la cuestión de inconstitucionalidad nuevamente interpuesta por el Juzgado de lo Mercantil número 1 de Oviedo. Con cita en la STS 3.II.2015 considera (fundamento jurídico cuarto) que «la limitación de la intervención del acreedor y de aquellos que ostentan un interés legítimo en la sección de calificación, se sustenta en la consideración de que los “intereses que se ejercitan en la sección de calificación no son estrictamente privados, pues los hay generales del concurso y por ello de los acreedores en su conjunto”, de tal modo que se ha limitado la legitimación para ejercitar las acciones de calificación a la administración concursal y al Ministerio Fiscal».

intervención adhesiva simple (art. 13 LEC) se transformaría en legitimación extraordinaria (art. 10.II LEC) y subsidiaria (art. 240 LSC) para actuar en nombre y representación de la sociedad. De este modo, los acreedores (los tutelados por la función reintegradora de la sección de calificación) podrían, en defensa del «interés social», reclamar responsabilidad a los administradores que hubieran causado un daño al patrimonio social, mediante la generación o agravación de la insolvencia dolosa o negligente (cfr. art. 236 LSC).

8.7. *La perspectiva del derecho internacional privado*

La naturaleza asociada a la responsabilidad concursal también es relevante desde la perspectiva del derecho internacional privado. En materia de competencia judicial internacional, el artículo 1.2. b) del Reglamento (UE) 1215/2012, de 12 de diciembre, sobre competencia judicial, el reconocimiento y la ejecución de resoluciones judiciales en materia civil y mercantil (RBI bis) excluye de su ámbito de aplicación material a los procedimientos judiciales de insolvencia «*y demás procedimientos análogos*». Por su parte, al objeto de delimitar el alcance materia de la competencia judicial internacional del juez del concurso, el Tribunal de Justicia de la Unión Europea ha establecido que recaen dentro del ámbito de aplicación del Reglamento (CE) 1346/2000, del Consejo, de 29 de mayo de 2000, sobre procedimientos de insolvencia⁵⁸², «*las demandas que emanan directamente de un procedimiento de insolvencia y que están estrechamente relacionadas con él*»⁵⁸³. Confirmando este criterio, el artículo 6.1 del Reglamento (UE) 2015/848, del Parlamento europeo y del Consejo, de 20 de mayo de 2015 (DOUE de 5 de junio), sobre procedimientos de insolvencia, en vigor a partir del 26 de junio de 2017 (art. 84)⁵⁸⁴, establece la competencia del juez concurso para conocer de acciones que derivan directamente del procedimiento de insolvencia o que guarden una vinculación estrecha con el

⁵⁸² El considerando sexto establece que: «*con arreglo al principio de proporcionalidad, el presente Reglamento debería limitarse a unas disposiciones que regulen la competencia para la apertura de procedimientos de insolvencia para decisiones emanadas directamente de dichos procedimientos, con los que están en estrecha relación. Asimismo, el presente Reglamento debería contener disposiciones relativas al reconocimiento de esas decisiones y al derecho aplicable, que satisfagan igualmente dicho principio*».

⁵⁸³ Véase *Gourdain* (C-133/78; 22.II.1979), *Seagon* (C-339/07; 12.II.2009), *SCT Industri AB i likvidation* (C-111/08; 2.VII.2009), *German Graphics Grapische Maschinen GmbH* (C-292/08; 10.IX.2009), *F-TEX SIA* (C-213/10; 19.IV.2012), *Schmid* (C-328/12; 16.I.2014), *Nickel & Goeldner Spedition GmbH* (C-157/13; 4.IX.2014) y *G.T. GmbH* (C-295/13; 4.XII.2014).

⁵⁸⁴ Al respecto, véase Cerdá, F. y Ara, C. «Análisis preliminar del nuevo Reglamento 2015/848 sobre procedimientos de insolvencia», *Revista Jurídica Catalunya* (Doctrinal 4/2016), octubre de 2016, páginas 903 a 937, así como la doctrina científica allí citada.

mismo⁵⁸⁵. Finalmente, en defecto de norma comunitaria o Tratado Internacional aplicable, el artículo 22 *septies* de la Ley Orgánica del Poder Judicial remite a la Ley Concursal para determinar la competencia judicial internacional de los órganos jurisdiccionales españoles en materia de insolvencia.

Desde la perspectiva de la ley aplicable, en defecto de la aplicación del Reglamento 2015/848 (la *lex fori concursus* y las excepciones a la misma mediante normas de conflicto o sustantivas), es aplicable el Código Civil, dada la exclusión expresa de la responsabilidad de administradores del ámbito de aplicación material de (i) el Reglamento (CE) 593/2008, del Parlamento europeo y del Consejo, de 17 de junio de 2008, sobre la ley aplicable a las obligaciones contractuales –Roma I (art. 1.2, letra f)– y (ii) el Reglamento (UE) 864/2007 del Parlamento europeo y del Consejo, de 11 de julio de 2007, relativo a la ley aplicable a las obligaciones extracontractuales (Roma II) –artículo 1.2.d)–.

Pues bien, mientras se mantenga la responsabilidad concursal como una acción autónoma e independiente de la social (ya se considere que su función es resarcitoria o sancionadora –lo cual es indiferente a este respecto–), la competencia judicial internacional y la ley aplicable vendrán establecidas por el Reglamento (UE) 2015/848, del Parlamento europeo y del Consejo, de 20 de mayo de 2015 (DOUE de 5 de junio), sobre procedimientos de insolvencia. Se trata de una acción de responsabilidad que deriva directamente de la apertura del procedimiento concursal español (pues no se puede ejercitar al margen del mismo), cuya función se encuentra estrechamente relacionada con la insolvencia empresarial: la tutela colectiva de los acreedores, toda vez que opera como mecanismos de reintegración de la masa activa en beneficio de la función solutoria del concurso (art. 172 *bis.3* LC). La legitimación para solicitar la calificación del concurso como culpable corresponde, además de al Ministerio Fiscal, a un órgano necesario del concurso: la administración concursal, que actúa en interés del concurso (es decir: de los acreedores) *ex* artículos 169 y 170 de la Ley Concursal⁵⁸⁶. Por último, la legitimación de los acreedores para la ejecución de la sentencia de condena es subsidiaria y extraordinaria (art. 172 *bis.2* LC) –es decir, actúan en interés ajeno: el del concurso–.

⁵⁸⁵ Esta norma también es aplicable a los procedimientos territoriales secundarios (STJUE 11.VI.2015, C-649/13, *Comité d'entreprise de Nortel Networks* y otros). Véase De Miguel, P.A. «La evolución del régimen europeo sobre procedimientos judiciales de insolvencia», *La Ley Unión Europea*, nº 28, páginas 1 a 8 (especialmente: página 5).

⁵⁸⁶ Sobre esta cuestión, véase Bermejo, N. y Rodríguez, E. «Normas de protección de acreedores: entre el derecho de sociedades y el derecho concursal», *InDret*, núm. 4, 2006, páginas 1 a 41 (especialmente: páginas 18 a 20).

En tal caso, radicando el centro de intereses principales del deudor en territorio español, los órganos jurisdiccionales con competencia judicial internacional para conocer de la sección de calificación serían los españoles (arts. 3.1 y 6.1 Reglamento 2015/848, y 10 y 11 LC), con independencia del domicilio de la persona afectada por la calificación o del lugar donde se hubiera producido el daño (bajo la hipótesis de acreedores domiciliados en otros estados miembros). Salvo que la administración concursal decidiera litigar en el estado donde está domiciliado el administrador⁵⁸⁷, el foro de competencia a favor del órgano jurisdiccional que conoce del procedimiento de insolvencia es exclusivo y excluyente, por lo que no resultaría de aplicación ni (i) la teoría de la ubicuidad *ex* artículo 7.2 del Reglamento 1215/2012⁵⁸⁸ aunque se consolidara la tesis de la naturaleza resarcitoria, ni (ii) los foros de sumisión expresa o tácita (arts. 25 y 26 Reglamento 1215/2012). La ley aplicable sería la *lex fori concursus* (la Ley Concursal), lo que llevaría a depurar la responsabilidad de la persona afectada por la calificación bajo el tamiz de las presunciones de los artículos 164.2 y 165 de la Ley Concursal (arts. 7.1 Reglamento 2015/848 y 200 LC).

Conforme a la tesis propuesta, consistente en que la generación o agravación de la insolvencia es un criterio de determinación del daño causado al patrimonio social (por contraposición a una acción autónoma), habría que acudir al Reglamento de Bruselas I Bis (núm. 1215/2012) para determinar la competencia judicial

⁵⁸⁷ Por otro lado, el artículo 6.2. del Reglamento 2015/848, en relación con el considerando 35, establece una regla especial de competencia judicial internacional en caso de acumulación de procedimientos por conexidad: «*cuando una acción como la mencionada en el apartado 1 –consecuencia directa del concurso y estrechamente vinculada con el mismo– sea una acción conexa con una acción en materia civil y mercantil interpuesta contra el mismo demandado, el administrador concursal podrá promover ambas acciones ante los órganos jurisdiccionales del Estado miembro en cuyo territorio esté domiciliado el demandado o, en caso de que la acción se interpusiera contra varios demandados, ante los órganos jurisdiccionales del Estado miembro en cuyo territorio esté domiciliado alguno de ellos, siempre que esos órganos jurisdiccionales sean competentes con arreglo a las normas establecidas por el Reglamento (UE) no 1215/2012*». El apartado tercero del artículo 6 del Reglamento 848 precisa que se consideran conexas las acciones vinculadas entre sí por una relación tan estrecha que es oportuno tramitarlas y juzgarlas al mismo tiempo, a fin de evitar resoluciones que puedan resultar contradictorias si los asuntos se juzgan de forma separada. Si los órganos jurisdiccionales españoles no tuvieran competencia judicial internacional para conocer de la acción social de responsabilidad (por ejemplo, en un caso de sumisión expresa *ex* art. 25 Reglamento 1215/2012), se podría acumular los procedimientos ante los órganos jurisdiccionales competentes para conocer del ejercicio de la acción social.

⁵⁸⁸ Como es sabido, a la hora de analizar el lugar de producción del daño, se ha establecido una distinción entre el lugar de origen del daño (donde haya ocurrido el suceso causal origen del daño) y el lugar de resultado (donde se haya producido la lesión). Cuando ambos no coinciden, (STJUE 30.XI.1976; C-21/76), el actor puede acudir tanto al tribunal del lugar de origen (España) como al del lugar del resultado (el estado donde radica su domicilio). Al respecto, véase, por todos, Virgós, M. y Garcimartín, F.J. *Derecho Procesal Civil Internacional. Litigación Internacional*, Civitas, Cizur Menor, 2007, segunda edición, página 190.

internacional. La razón de ello es que, sin perjuicio de la regla de atribución legitimación exclusiva a la administración concursal (art. 48 *quáter* LC), la acción social de responsabilidad no se fundamenta en la Ley Concursal ni está estrechamente vinculada con el procedimiento concursal⁵⁸⁹. Baste señalar que se puede ejercitar al margen o en el seno del concurso⁵⁹⁰. Entonces, al amparo del Reglamento 1215/2012, al no tratarse de una manifestación de la responsabilidad aquiliana⁵⁹¹, sino contractual, la competencia judicial internacional recaería sobre los órganos jurisdiccionales del estado miembro donde estuviera domiciliada la persona afectada por la calificación (art. 4 Reglamento 1215/2012)⁵⁹². Además de posibles

⁵⁸⁹ A pesar de la supresión del deber de solicitar la declaración de concurso propuesto en este trabajo (*Vid. Infra* VII), cabría valorar la aplicación del Reglamento 2015/848 para delimitar la competencia judicial internacional y la ley aplicable, cuando los hechos perseguidos con la acción social se basaran en su incumplimiento. Aun tratándose de la acción social (susceptible de ser ejercitada al margen o en el seno del concurso), la responsabilidad (la imputación subjetiva del daño) derivaría de un deber impuesto por la Ley Concursal. Véase, analizando la competencia judicial internacional en el marco de la acción del artículo 367 de la Ley de Sociedades de Capital, Espiniella, A. «Competencia judicial internacional para acciones de responsabilidad por deudas sociales. (Comentario a la STJUE de 18 de julio de 2013, As. C-147/12, ÖFAB)», Anuario de Derecho Concursal, número 31, páginas 453 a 477 (especialmente: páginas 464 y 465). Véase, asimismo, Bermejo, N. y Rodríguez, E. «Normas de protección de acreedores: entre el derecho de sociedades y el derecho concursal», *InDret*, núm. 4, 2006, páginas 1 a 41 (especialmente: páginas 20 y ss.).

⁵⁹⁰ Al respecto, Virgós, M. y Garcimartín, F.J. *Comentario al Reglamento europeo de insolvencia*, Civitas, Cizur Menor, 2003, páginas 67 y 68.

⁵⁹¹ En el caso de la responsabilidad civil extracontractual (cfr. arts. 1902 CC y 241 LSC), la competencia judicial internacional correspondería a los órganos jurisdiccionales del domicilio de la persona afectada por la calificación, del lugar donde se produjo el hecho causal del daño y del lugar donde se manifestara este daño de forma directa (art. 7.2 Reglamento 1215/2012). Es el caso de las acciones de los artículos 241 y 367 de la Ley de Sociedades de Capital (a nivel comunitario, la responsabilidad no derivada de contrato se ha interpretado de modo amplio al amparo del art. 7.2 del Reglamento 1215/2012). Si el demandado no estuviera domiciliado en la Unión Europea (y tampoco hubiera sumisión expresa), los puntos de conexión para determinar la competencia judicial internacional serían el domicilio del demandado y el lugar donde se produjo el hecho dañoso (art. 22 *quinquies*.I b) LOPJ). En cuanto a la ley aplicable, resultaría de aplicación la española, en virtud del artículo 10.9 del Código Civil, ya que el artículo 1.2.d) del Reglamento (UE) 864/2007 del Parlamento europeo y del Consejo, de 11 de julio de 2007, relativo a la ley aplicable a las obligaciones extracontractuales (Roma II), excluye expresamente esta materia de su ámbito de aplicación material. Sobre la cuestión, véase ampliamente Arenas, R. «La responsabilidad de los administradores desde la perspectiva del derecho internacional privado», en la obra colectiva *La internacionalización del derecho de sociedades* (Arenas, R., Górriz, C. y Miquel J. coords.), Atelier, Madrid, 2009, páginas 157 a 198 (especialmente: páginas 161 a 177).

⁵⁹² Estas acciones no se incardinan en la competencia exclusiva en materia societaria prevista en el artículo 24.2 del Reglamento 1215/2012. Esta competencia exclusiva se limita a la validez o nulidad de las sociedades y a la validez o nulidad de los acuerdos adoptados por sus órganos, sin incluir las acciones de responsabilidad que se deriven del incumplimiento de la normativa sobre responsabilidad de los administradores. Al respecto, véase, por todos, Virgós, M. y Garcimartín, F.J. *Derecho Procesal Civil Internacional. Litigación Internacional*, *op. cit.*, páginas 266 y 267.

foros de sumisión expresa⁵⁹³ o tácita, también resultarían competentes los órganos jurisdiccionales del lugar del cumplimiento de la obligación (arts. 7.1, 25 y 26 Reglamento 1215/2012) –el lugar de administración efectiva de la sociedad deudora–⁵⁹⁴; es decir los españoles.

Por último, la ley aplicable sería la española, sobre la base, según ciertos autores⁵⁹⁵, del artículo 9.11 del Código Civil, en el bien entendido de que la sociedad se hubiera constituido conforme a la Ley de Sociedades de Capital o tuviera su principal establecimiento, o incluso su domicilio, en España, según los casos. Sin embargo, la acción social obedece a un incumplimiento contractual (el de los administradores), por lo que no se encuadraría dentro de las materias orgánicas societarias. Por ello, la aplicación de la Ley de Sociedades de Capital debería sustentarse en los criterios que establece el artículo 10.5 del Código Civil (en la mayoría de los casos: la ley del lugar de celebración del contrato: el nombramiento del administrador).

Así, cabría sostener la competencia judicial internacional de los órganos jurisdiccionales españoles y la aplicación de la ley española bajo ambas tesis. Sin embargo, el fundamento en uno y otro caso variaría. Es loable que para reforzar la seguridad jurídica en esta materia el artículo 90.3 del Reglamento 2015/848 haya encomendado a la Comisión que presente al Parlamento Europeo, al Consejo y al Comité Económico y Social Europeo, antes del 1 de enero de 2016, «*un estudio sobre los aspectos transfronterizos en materia de responsabilidad e inhabilitación de administradores de empresas*».

⁵⁹³ La cuestión reside en las cláusulas estatutarias que, sin embargo, no vincularían a los terceros (por ejemplo, en la acción individual del art. 241 LSC o la responsabilidad *ex lege* por deudas del art. 367 LSC cuando son ejercitadas por acreedores). Véase, Arenas, R. «La responsabilidad de los administradores desde la perspectiva del derecho internacional privado», *op. cit.*, páginas 161 y 162.

⁵⁹⁴ Como expone Arenas, R. «La responsabilidad de los administradores desde la perspectiva del derecho internacional privado», *op. cit.*, página 160, en este caso se trataría de una prestación de servicios, por lo que el lugar de cumplimiento de la obligación contractual se corresponde con el lugar en el que se lleve a cabo de forma efectiva la administración de la sociedad. Fuera del ámbito de aplicación espacial del Reglamento 1215/2012, téngase en cuenta que, tras la última reforma, el artículo 22 *quinquies*.I a) de la Ley Orgánica del Poder Judicial limita el punto de conexión al lugar de cumplimiento de la obligación objeto de la demanda, por lo que ha desaparecido el lugar de celebración del contrato como foro adicional.

⁵⁹⁵ véase Arenas, R. «La responsabilidad de los administradores desde la perspectiva del derecho internacional privado», *op. cit.*, páginas 170 a 175.

9. Conclusión: insolvencia, gobierno corporativo, deberes y responsabilidad de administradores

El cambio en el gobierno corporativo que puede provocar tampoco afecta al destinatario de los deberes de los administradores (la sociedad o, en caso de disolución, la empresa). Lo que varía son los «*stakeholders*» con incentivos más alineados con la maximización del valor de la empresa. Por ello, cuando el patrimonio es insuficiente para satisfacer las deudas sociales, la Ley de Sociedades de Capital atribuye legitimación extraordinaria y subsidiaria a los acreedores para el ejercicio de la acción social ante la pasividad de la sociedad (o de los socios).

La jurisprudencia de *Delaware* también ha reconocido legitimación a los acreedores para ejercitar la acción social de responsabilidad (incluso en caso de pagos preferenciales a favor de «*insiders*», lo que difícilmente prosperaría en derecho español). Esta doctrina también ha limitado el ejercicio de la «acción individual» por los acreedores, atendiendo a los efectos nocivos que puede desplegar sobre el ceño de los administradores en la promoción del interés social. La «*zone of insolvency*» protege a los administradores frente al ejercicio de la acción individual de responsabilidad (o incluso de la social) por los socios, en las situaciones de insolvencia donde los administradores, promoviendo el interés social (coincidente con el de los acreedores), adoptan una solución que pueda contradecir los intereses de los socios; mas no proporciona un nuevo remedio a los acreedores. No se contempla ningún supuesto de responsabilidad solidaria *ex lege* por el incumplimiento del deber de promover la disolución de la sociedad (cfr. art. 367 LSC). Tampoco existe una acción de responsabilidad autónoma de la social para dirigirse contra los administradores por la generación o agravación de la insolvencia de las sociedades de capital (cfr. art. 172 *bis* LC). La causación o agravación de la insolvencia se considera como un criterio de determinación del daño.

Aunque no sean instrumentos de gobierno corporativo, el ejercicio indiscriminado de las acciones individual, de responsabilidad por deudas y concursal por solicitud tardía puede habilitar a los acreedores disidentes para tratar de influir en la conducta de los administradores sociales, desviándoles del foco de atención: la maximización sostenida del valor empresarial a medio y largo plazo. Los acreedores que buscan proteger su posición relativa frente al resto deben solicitar la declaración de concurso necesario y, en su caso, promover el ejercicio de la acción de reintegración.

IV. El «interés del concurso», la administración concursal y el modelo de relaciones inter-orgánicas en el derecho español de la insolvencia

1. El «interés del concurso» como la plasmación del interés social en situaciones de insolvencia (tesis estática)

Existe una referencia continua al concepto de «interés del concurso» en el articulado de la Ley Concursal. A diferencia de otros ordenamientos jurídicos, la Ley no define qué se debe entender por «interés del concurso»⁵⁹⁶. Este capítulo se dedica a determinar este concepto jurídico indeterminado como paso previo al análisis del concurso como mecanismo para solucionar el conflicto de interés «vertical» entre socios y acreedores, así como sus consecuencias para fijar *ex ante* los incentivos de las partes en el marco de las soluciones convencionales a la insolvencia.

El «interés del concurso» no es un concepto autónomo. El «interés del concurso» es la plasmación del interés social en situaciones de insolvencia, cuando el valor razonable de la empresa no alcanza a cubrir la totalidad de las deudas del deudor. Como tal, el interés social no varía, pues sigue consistiendo en procurar la maximización sostenida del valor de la empresa a medio y largo plazo⁵⁹⁷. Otra cosa es que, por estar los socios «*out of the money*», los acreedores se conviertan en los «*stakeholders*» con incentivos más alineados con el interés social⁵⁹⁸.

⁵⁹⁶ La sección 1 del *Insolvenzordnung* establece que «*la finalidad del procedimiento de insolvencia es la satisfacción colectiva de los acreedores del deudor, mediante la liquidación de su patrimonio y el reparto de la pérdida entre ellos, o mediante una solución alternativa alcanzada en un plan de insolvencia, en especial para la conservación de la empresa. Al deudor honesto se le dará la posibilidad de exonerarse de sus deudas pendientes*». Por su parte, el administrador judicial designado en casos de *Administration* en el Reino Unido (el procedimiento de insolvencia que presenta más similitudes con el concurso de acreedores) debe desempeñar su labor «*in the interests of the company's creditors as a whole*» (párrafo 3(2) del Schedule B1 del U.K. *Insolvency Act* de 1986).

⁵⁹⁷ (Vid. *Supra* II.4 y IV.1). En contra, Tirado, I. «Reflexiones sobre el concepto de “interés concursal”. (Ideas para la construcción de una teoría sobre la finalidad del concurso de acreedores)», *Anuario de Derecho Civil*, Vol. 62, 2009, página 1908: «(e)l deudor o, más concretamente, los gestores del mismo (normalmente el órgano de administración de la sociedad concursada), si continúan al frente de la empresa, desarrollarán sus funciones con igual finalidad que antes: defender los intereses del empresario. La única diferencia radica en el hecho de que, por la situación de insolvencia y el desamparamiento, ya no podrán procurar la realización del objeto social, sino que el objetivo que persiguen se ve imperativamente modificado. Desde la apertura del concurso y la determinación de la suspensión, su actividad se centrará en mejorar la posición del deudor en el seno del procedimiento y, en su caso, en intentar la supervivencia».

⁵⁹⁸ Vid. *Supra* II.3 y V.2.

2. «Interés del concurso». La empresa como destinataria de los deberes fiduciarios de los administradores

En el ámbito societario, la persona jurídica es la única destinataria de los deberes fiduciarios de los administradores⁵⁹⁹. Una vez declarado el concurso, sin embargo, la destinataria puede ser la sociedad o la empresa, dependiendo de cuál sea la solución a la insolvencia. En la sección quinta, si se abre la fase de liquidación, se tutela la continuidad de la actividad empresarial en los casos de «*financial distress*», porque ello redundaría en beneficio de los acreedores⁶⁰⁰. La administración concursal debe maximizar el valor de la empresa. El fracaso del derecho de la insolvencia no debe medirse por el número de sociedades disueltas y liquidadas, sino por el número de empresas con valor económico como unidad en funcionamiento que se liquidan de forma individual.

La caracterización del interés social y de los deberes fiduciarios de los administradores como concepto «estáticos» soluciona la mayor parte de los problemas abordados por la doctrina científica en torno al «interés del concurso». La protección de los nuevos titulares del derecho residual sobre los activos («*residual claimants*») no se hace de manera directa, sino mediata, acaso refleja, a partir del objetivo de maximizar forma sostenida el valor de la empresa.

La focalización de los deberes fiduciarios en la maximización del valor de la empresa permite que quien ejerce las facultades de administración y disposición sobre el patrimonio del deudor (los administradores sociales o la administración concursal *ex art. 40 LC*) pueda ser ajeno a la «estructura de financiación» de dichos activos (y, por tanto, a los posibles cambios en la condición de «*residual claimants*»). A efectos de gobierno corporativo, es indiferente quien se beneficie marginalmente de la gestión óptima de la empresa. Lo importante es que se trate de maximizar su valor de forma sostenida a medio y largo plazo. Así se da cumplimiento al deber de promover (i) el interés social y (ii) la función solutoria (por eso ambos conceptos coinciden en la noción de «interés del concurso»).

⁵⁹⁹ *Vid. Supra* III.9 y IV.3.2.

⁶⁰⁰ *Vid. Supra* I.1.2.

3. La postura doctrinal mayoritaria: el «interés del concurso» identificado como el interés de los acreedores

3.1. *Interés del concurso y función solutoria*

La doctrina identifica fundamentalmente el «interés del concurso» con el de los acreedores atendiendo a la función solutoria del procedimiento concursal⁶⁰¹. Esta noción obedece a la visión instrumental del derecho concursal como mecanismo para solucionar las situaciones de insolvencia ante el fracaso del resto del ordenamiento jurídico⁶⁰². El convenio o la liquidación no deben interpretarse como un fin en sí

⁶⁰¹ Al respecto, Tirado, I. «Reflexiones sobre el concepto de “interés concursal”. (Ideas para la construcción de una teoría sobre la finalidad del concurso de acreedores)», *op. cit.*, páginas 1083 y siguientes. Véase asimismo Martínez, A. «Comentario del artículo 43», en la obra colectiva *Comentario de la Ley Concursal* (Rojo A. y Beltrán, E. dirs.), Cizur Menor, Civitas, 2004, páginas 887 a 902 (especialmente: página 891): «(l)os intereses del concurso son los intereses de los acreedores concursales a lograr la mayor satisfacción posible; pero también pueden entrar en juego los intereses del deudor o de otros sujetos (v.gr. los trabajadores) cuando no supongan perjuicio alguno para los acreedores». Sin embargo, se ha sostenido, con base en una interpretación sistemática de la Ley Concursal, que puede identificarse un interés distinto en cada fase del procedimiento. Véase González Bilbao, E. «Identificación de los “intereses concurrentes” y del “interés del concurso” en la nueva Ley Concursal», en la obra colectiva *Estudios sobre la Ley Concursal. Libro homenaje a Manuel Olivencia*, Madrid, Marcial Pons, 2004, tomo I, páginas 293 a 314, también publicado en el número 683 de la *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, 2004, páginas 1351 y ss., quien concluye (páginas 304 y siguientes) que el omnipresente interés solutorio de los acreedores no es el único digno de tutela por la Ley Concursal, sino que deberá conciliarse con el del propio deudor o el de los trabajadores. Véase Garnacho, L. *El convenio de asunción*, Cizur Menor, Civitas, 2014, en cuyo capítulo I («La finalidad última del concurso»), páginas 37 a 93, repasa el estado doctrinal sobre la delimitación del «interés del concurso», haciéndose también eco de la evolución histórica del derecho español y del derecho comparado. Entre la doctrina judicial, la Audiencia Provincial de Barcelona (sección 15^a), sostuvo en el auto de 16.VII.2008 (JUR 2008, 314627; ponente: Ignacio Sancho) que un socio minoritario carecía de interés legítimo para realizar observaciones al plan de liquidación.

⁶⁰² El profesor Ángel Carrasco ha señalado al respecto (*Los derechos de garantía en la Ley Concursal*, Cizur Menor, segunda edición, 2008, páginas 52 a 54, con cita a la doctrina científica estadounidense, que no hay interés del concurso más allá del interés común de los acreedores en cobrar y ciertas opciones de política legislativa que, a su juicio, se plasman de forma confusa en el articulado. En las páginas 54 a 56, sostiene que los incentivos de los acreedores ordinarios para aprobar un convenio son mayores cuando más acuciante es la situación de insolvencia.

mismos. La solución preferida es la que maximiza la satisfacción de los acreedores⁶⁰³, con independencia de que el preámbulo de la Ley Concursal se refiera al convenio como la «*solución normal del concurso*»⁶⁰⁴ y que, de hecho, la apertura de la fase de convenio se produzca por defecto (art. 111 LC), salvo que el deudor pida la liquidación.

El profesor Tirado realiza algunas precisiones adicionales. La satisfacción de los acreedores exige tomar en consideración únicamente su interés como tales (orillando, por ejemplo, su eventual condición de competidores del deudor)⁶⁰⁵. También sostiene el deber de la administración concursal de tutelar el interés del deudor (y, de forma mediata, de sus socios) cuando, ante la indiferencia de los acreedores frente a ciertas alternativas, una pueda resultar perjudicial para el propio deudor⁶⁰⁶. Efectivamente, si el valor de la empresa es superior al pasivo exigible de la sociedad, los socios deben mantener derechos políticos y económicos en la sociedad reestructurada. Ahora bien, la administración debe estar encaminada a maximizar el valor empresarial con independencia de quien resulte marginalmente beneficiado por ello.

⁶⁰³ Por todos, los profesores Ángel Rojo y Emilio Beltrán en «comentario al Título V», en la obra colectiva *Comentario de la Ley Concursal*, *op. cit.*, tomo II, página 1849: «(1) *La Ley Concursal prevé dos únicas y alternativas soluciones al concurso de acreedores: el convenio (...) y la liquidación (...). La finalidad de estas dos soluciones es la misma: una vez determinado el activo y el pasivo concursales durante la fase común, tanto el convenio como la liquidación tienen como fin la satisfacción de los acreedores, conforme a clasificación legal*». En el mismo sentido, Gondra, J.M^a. «Convenio y reorganización en la nueva Ley Concursal a la luz de los modelos de referencia de la experiencia histórico-comparada», en la obra colectiva *Estudios sobre la Ley Concursal. Libro homenaje a Manuel Olivencia*, Madrid, Marcial Pons, 2005, tomo IV, página 4596, y Tirado, I. *Los administradores concursales*, *op. cit.*, páginas 200 a 202, quien señala que la Ley únicamente crea un *iter* procesal favorable a la aprobación del convenio y que promover la solución convencional por encima de la liquidativa supone favorecer a los trabajadores por encima de los acreedores. Véase, asimismo, los trabajos de derecho comparado de Gurrea, A. «La incomprensible preferencia del convenio a la liquidación como solución al concurso de acreedores», *Working Paper Series* de la Facultad de Derecho de la Universidad CEU San Pablo, Febrero de 2014, y «Nuevas tendencias en la configuración del interés del concurso: del interés de los acreedores al mantenimiento de la empresa en crisis», *Working Paper Series* de la Facultad de Derecho de la Universidad CEU San Pablo, Mayo de 2014.

⁶⁰⁴ Véase el apartado sexto del preámbulo de la Ley Concursal. Además, en el séptimo, se caracteriza la liquidación como solución subsidiaria, si bien cuando se declara de oficio o a solicitud de acreedor.

⁶⁰⁵ Tirado, I. «Reflexiones sobre el concepto de “interés concursal”. (Ideas para la construcción de una teoría sobre la finalidad del concurso de acreedores)», *op. cit.*, página 1085.

⁶⁰⁶ *Idem*, página 1097. Se reconoce también el interés de los trabajadores, no como acreedores, sino como sujetos interesados en la conservación de sus puestos de trabajo y el interés público a través de la pieza de calificación.

3.2. *Interés del concurso y deberes fiduciarios: tutela de todos los acreedores de forma mediata, a través de la maximización del valor de la empresa*

En tercer lugar, el profesor Tirado plantea cómo hay que resolver los conflictos de interés que pueden surgir entre los acreedores en el marco del concurso⁶⁰⁷. El dilema a resolver es el siguiente: «*toda decisión que se adopte en el concurso y que encierre un mínimo grado de riesgo plantea el problema del conflicto entre interesados en todo su esplendor. Una sencilla pregunta clarifica esta afirmación: ¿debe realizarse una actuación con un 60% de probabilidades de éxito, sabiendo que, si sale bien, incrementa la masa activa en un 15% y, si fracasa, la reduce en igual porcentaje?*»⁶⁰⁸. Partiendo de la noción estática del interés social, la cuestión no plantea lugar a dudas porque el valor actual neto de la decisión propuesta es positivo ($0,6 \times 15 - 0,4 \times 15 = 3$). Por tanto, el órgano de administración (los administradores y/o la administración concursal) *debería* llevar a cabo ese negocio jurídico porque incrementa el valor de la masa activa en grado de expectativa⁶⁰⁹. Los deberes fiduciarios de los administradores no cambian con la declaración de concurso. Debe seguir promoviéndose la maximización sostenida del valor de la empresa sin perjuicio de quiénes sean los inversores con incentivos más alineados con el interés social.

Por otra parte, los administradores no deben atender a las preferencias individuales de los titulares residuales, sino al objetivo de maximizar el valor razonable de la empresa. Cuando esta condición recae sobre los acreedores, las consideraciones en torno a las reglas de prelación de pagos deben ser tenidas únicamente en cuenta cuando se procede a la asignación de derechos políticos (convenio) o al reparto del producto (liquidación). Entretanto, los administradores deben promover la

⁶⁰⁷ *Idem*, páginas 1088 a 1096.

⁶⁰⁸ *Ibidem*, página 1088. El profesor Tirado sostiene, con buen criterio, que la decisión del órgano de administración debe ser «estática» (centrada en la maximización del valor de la masa activa), sin atender a los conflictos de interés de los acreedores (lógicamente, quienes ostentan un mejor escalafón en las reglas de prelación de pagos tienen incentivos para que se adopten soluciones conservadoras, justo lo contrario que los acreedores por créditos subordinados). La ley del dividendo debe respetarse cuando se produce al reparto del producto, pero no debe influir en las decisiones del órgano de administración, que deben centrarse en la maximización sostenida del valor de la empresa. Con otras palabras, el interés del concurso habría que identificarse con lo que el profesor Tirado denomina como «primer objetivo intermedio»: la maximización de la masa activa (Tirado, I. *Los administradores concursales*, *op. cit.*, páginas 206 y 207).

⁶⁰⁹ En contra, Martínez, A. «Comentario del artículo 43», en la obra colectiva *Comentario de la Ley Concursal*, *op. cit.*, páginas 887 a 902 (especialmente: páginas 890 a 891), quien considera que el concursado y/o la administración concursal deben llevar a cabo un ejercicio meramente conservador del patrimonio existente a la fecha de la declaración de concurso.

maximización del valor empresarial (con independencia de quién resulte beneficiado marginalmente en grado de expectativa).

El problema de someter este tipo de decisiones empresariales, de gestión diaria, a la supervisión de los «*residual claimants*» es que la administración y disposición del patrimonio del deudor sería inviable en la práctica, como consecuencia del propio problema de acción colectiva. Además, habría un conflicto constante, dado los conflictos de interés existentes entre los acreedores y los diferentes niveles en el coeficiente de aversión al riesgo de Arrow-Pratt. La asignación del poder decisión sobre la gestión empresarial a favor de administradores distintos de los propietarios obedece a reducir costes de transacción. Por ello, al igual que ocurre en el derecho societario (con la excepción de la previsión del art. 161 LSC), el poder de decisión sobre la gestión diaria de la sociedad no se somete a la previa conformidad de la voluntad de la junta (sin perjuicio de las competencias implícitas en materia de activos esenciales *ex art. 160 f LSC*). De ahí que el mandato de los administradores sociales sea el de maximizar a medio y largo plazo el valor empresarial. La tutela de los «*residual claimants*» es mediata.

El conflicto de interés entre los propios acreedores se puede ilustrar a partir de un ejemplo numérico similar a uno propuesto por el profesor Tirado. Existen dos alternativas para realizar el inventario en la fase de liquidación, cuyos valores esperados son: 120.000 y 131.000 euros. La segunda alternativa no es segura (dará lugar a 180.000 euros con un 65 por ciento de probabilidades y a 40.000 euros en el resto de los escenarios -35 por ciento-): el valor esperado es 131.000 euros. La masa pasiva está compuesta por créditos con privilegio general (120.000 euros) y ordinarios (300.000 euros). Puesto que en la primera alternativa, que es segura, los acreedores con privilegio general recuperarían la totalidad de su crédito, la prefieren desde luego a la segunda, donde, a pesar de ser la que maximiza el valor empresarial, podrían recuperar únicamente el 33,33 por ciento de sus créditos si se verifica el peor

escenario (35 por ciento de probabilidades)⁶¹⁰. La administración concursal, cuya razón de ser obedece a la existencia de estos conflictos de interés entre acreedores⁶¹¹, debería promover la alternativa que maximiza el valor empresarial. Ahora bien, como ambas presentan valor esperado positivo, en ningún caso sería responsable frente a los acreedores con privilegio general u ordinarios con base en la «*business judgment rule*» (arts. 36.1 LC y 226.1 LSC)⁶¹².

Un ejemplo como el expuesto permitiría explicar también por qué el quorum para la constitución de la junta (art. 116.4 LC) y la mayoría para aprobar un convenio se hacen depender de los créditos ordinarios en primera instancia (art. 124 LC). Asumiendo que resultan beneficiados marginalmente de la eficiencia y eficacia en la gestión empresarial, los derechos políticos deberían corresponderles a ellos. Sin embargo, la condición de «*residual claimants*» podrá recaer sobre los socios o en una u otra clase de acreedores (privilegiados generales, ordinarios o subordinados), dependiendo, nuevamente, de la valoración de la empresa, que se revela como la cuestión esencial, al menos en un plano teórico, para la asignación de derechos políticos en el marco del derecho de la insolvencia. Desde esta perspectiva, es más acertado señalar que, en general, la condición de «*residual claimants*» recae sobre los acreedores que no gozan de garantía real (the «*unsecured creditors*»), en la

⁶¹⁰ Tirado, I. «Reflexiones sobre el concepto de “interés concursal”. (Ideas para la construcción de una teoría sobre la finalidad del concurso de acreedores)», *op. cit.*, páginas 1093 a 1905. El profesor Tirado propone el ejemplo siguiente: existen dos alternativas para realizar el inventario en la fase de liquidación, cuyos valores esperados son: 100.000 y 131.000 euros. La segunda alternativa no es segura (dará lugar a 180.000 euros con un 65 por ciento de probabilidades y a 40.000 euros en el resto de los escenarios -35 por ciento-), pero, al presentar mayor valor esperado, se revela como la opción óptima. La primera alternativa desaparece en caso de que se adopte la segunda, por lo que no cabe recurrir a la misma en caso de fracaso (35 por ciento de probabilidad). En tal caso, la liquidación de los activos arrojaría un saldo de 40.000 euros. La masa pasiva está compuesta por créditos con privilegio general (120.000 euros) y ordinarios (300.000 euros). Según el razonamiento del profesor Tirado, la primera opción ofrece un pago cierto a los acreedores de 100.000 euros (correcto). Frente a ello, según argumenta el profesor Tirado, el retorno esperado en la segunda opción es 92.000 euros ($0,65 \times 120.000 + 0,35 \times 40.000$). Sin embargo, el valor esperado debe calcularse tomando en consideración la totalidad de los pagos (es decir, el pago en el 65 por ciento de los escenarios no es 120.000 –todo lo que se les debe–, sino 180.000), lo que arroja un saldo de 131.000 euros. Siendo ello así, el ejemplo numérico planteado no permite mostrar el conflicto de interés entre acreedores privilegiados y ordinarios, dado que la preferencia de los privilegiados dependerá de su grado de aversión al riesgo (coeficiente de Arrow-Pratt). Unos podrán preferir un pago cierto del 83,33 por ciento de su crédito (primera opción), en tanto que otros se podría decantar por un pago de la totalidad de su deuda en el 65 por ciento de los casos, asumiendo el riesgo de que únicamente recuperarían un tercio de su crédito en el 35 por ciento restante de los escenarios (segunda opción). A lo sumo, habría un conflicto de interés entre los propios acreedores con privilegio general. Para poder mostrar el conflicto de interés en cuestión, basta con asumir que el cobro esperado es de 120.000 euros en la primera opción (esto es, la totalidad del crédito de los privilegiados, por lo que cobrarían íntegramente, sin que hubiera remanente para los ordinarios).

⁶¹¹ *Vid. Infra* IV.4.4.

⁶¹² *Vid. Supra* III.2.4.

medida en que resultan beneficiados marginalmente de la administración eficiente de la empresa en crisis –asumiendo que los socios se hallan «*out of the money*»– (los acreedores con garantía real obtienen una recuperación u otra dependiendo del valor de bien o derecho especialmente afecto al pago de su crédito).

3.3. *El nivel de riesgo asumible: la inversión en proyectos con valor actual neto positivo*

Partiendo de que los administradores deben procurar la maximización del valor empresarial sin recaer en quién resulta beneficiado marginalmente, queda por determinar si debe matizarse el nivel de riesgo asumible en el caso de las sociedades o empresas insolventes (particularmente si están declaradas en concurso).

El profesor Tirado considera que el nivel de riesgo asumido no puede ser el mismo que el de una sociedad solvente⁶¹³. Sin embargo, este criterio es contradictorio con el objetivo de maximizar el valor empresarial en beneficio de la función solutoria del concurso de acreedores. Conforme a la tesis del concepto estático del interés social, el nivel de riesgo en la toma de decisiones no tiene que variar: los administradores sociales y/o la administración concursal deben invertir en proyectos empresariales con valor actual neto positivo (esperanza positiva).

4. La administración concursal y el modelo de relaciones inter-orgánicas

4.1. *La administración concursal como un órgano funcional*

El procedimiento concursal es (i) la solución judicial al problema de acción colectiva; (ii) el mecanismo residual para afrontar el problema de agencia propio del gobierno corporativo de la empresa en crisis; y (iii) una garantía al servicio de los acreedores con menor poder de negociación. En el derecho de insolvencia español, la administración concursal es un órgano necesario que atiende a dichas finalidades: (i) supervisa o lleva a cabo la administración de la masa activa en interés de la maximización de la función solutoria; (ii) supervisa las decisiones de carácter

⁶¹³ Tirado, I. «Reflexiones sobre el concepto de “interés concursal”. (Ideas para la construcción de una teoría sobre la finalidad del concurso de acreedores)», *op. cit.*, páginas 1091 a 1095; especialmente: página 1092). Véase, el mismo autor, *Los administradores concursales*, Cizur Menor, Civitas, página 209. En el mismo sentido, Martínez, A. «Comentario del artículo 43», en la obra colectiva *Comentario de la Ley Concursal*, *op. cit.*, páginas 887 a 902 (especialmente: páginas 890 a 891).

patrimonial del deudor; y (iii) paga a los acreedores atendiendo a las reglas imperativas de prelación de pagos y el principio de paridad de trato.

Desde la perspectiva del problema de acción colectiva, la administración concursal es un órgano necesario para servir los intereses de los propios acreedores, pues la toma de decisiones debe realizarse por un tercero independiente dados los distintos incentivos de los acreedores concursales⁶¹⁴. La doctrina científica ha señalado que⁶¹⁵ «*los administradores auxilian al juez y a los acreedores en la adopción de decisiones. Son un elemento necesario para reducir los costes de transacción del concurso*». La posición jurídica de la administración concursal se caracteriza como⁶¹⁶ «*medio técnico para la obtención de los fines de la insolvencia. Respecto de los acreedores, el órgano administrativo concursal no es sino un legitimado funcional, un órgano creado para la mayor satisfacción de sus intereses (en la forma que determina la norma de la insolvencia, pues los titulares de créditos concursales constituyen un grupo de intereses heterogéneo), pero que no deriva los poderes que le corresponden directamente de ellos, sino de la Ley (no es un ejecutor de las acciones individuales “expropiadas” con la declaración de concurso), aunque, eso sí, en cierta medida el órgano se beneficia de la posición jurídica y de los instrumentos de tutela que el Ordenamiento jurídico confiere a los acreedores ante su deudor (acciones rescisorias, posición de tercero en determinadas circunstancias, etc.)*». Por tanto, la administración concursal se explica desde un enfoque funcional. Conforme a la tesis estática del interés social y de los deberes fiduciarios del órgano de administración, la administración concursal garantiza que las decisiones patrimoniales se adoptan en interés del concurso a través de la maximización sostenida del valor empresarial a medio y largo plazo. Es decir, que dichas decisiones se encaminen a la inversión en proyectos con valor actual neto positivo con independencia de las preferencias individuales.

Con todo, no todos los ordenamientos jurídicos contemplan una figura como la de la administración concursal. En el procedimiento estadounidense encaminado a la aprobación de un convenio («*Chapter 11*»), las funciones de la administración

⁶¹⁴ Vid. *Supra* IV.3.2.

⁶¹⁵ Tirado, I. *Los administradores concursales*, Cizur Menor, Civitas, página 4.

⁶¹⁶ *Idem*, páginas 79 y 80. El autor expone también que «*la administración concursal sustituta ocupa el “vacío de poder” dejado por el deudor común y administra los intereses de los acreedores que se han visto forzados a renunciar a la tutela individual de su crédito en pos de un interés heterogéneo y superior, formado tanto por una jerarquización legal entre ellos mismos, como, eventualmente, por valores ajenos de naturaleza diversa (cuya concreción se dará legalmente, en cada momento y en cada lugar)*».

concurzal recaen sobre el órgano de administración («*debtor-in-possession*»), si bien se exige la conformidad del comité de acreedores sin garantía real («*the unsecured creditors committee*») respecto a ciertas decisiones que puedan afectar al interés del concurso (y la aprobación del «*plan of reorganization*» corresponde a las distintas clases)⁶¹⁷. Se impone pues analizar la razón de ser de la administración concursal en el derecho español de la insolvencia.

4.2. Los modelos de autotutela y heterotutela

Para comprender la relación de la administración concursal con los acreedores, como beneficiarios de la maximización de la función solutoria, hay que hacer referencia a los modelos orgánicos sobre la distribución de funciones y la coordinación entre los órganos que participan en los procedimientos judiciales de insolvencia: (i) heterotutela pública; y (ii) autotutela⁶¹⁸.

Los modelos de heterotutela pública (e.g. «*loss allocation model*») se basan en dos premisas. Una es la concepción de los procedimientos judiciales de insolvencia como un medio encaminado a proteger el interés público. La otra es la desconfianza en los acreedores como sujeto decisorio (lo que lleva a la asunción de que los objetivos del concurso se consiguen mejor a través de la intervención de la Administración). La protección del interés de los acreedores a través de la privación de derechos decisorios radica en la existencia de costes de transacción entre los propios acreedores (el problema de acción colectiva)⁶¹⁹.

La postura contraria es la de los modelos de autotutela (e.g. «*creditors' bargain model*», «*gläubigerautonomie*»), donde el juez no recibe ningún tipo de competencia ajena a la actividad jurisdiccional propia del proceso civil, gobernado, como es sabido, por el principio dispositivo. La función del órgano jurisdiccional se limita a dirimir

⁶¹⁷ La excepción (poco común) a la regla general, es que quien acredite interés legítimo en el procedimiento puede solicitar la designación de un «*trustee*» en lugar del órgano de administración (sección 1104).

⁶¹⁸ Entre la doctrina española, por todos, véase Tirado, I. *Los administradores concursales*, op. cit., páginas 285 a 366.

⁶¹⁹ *Idem*, página 290: «*la idea es clara: los acreedores son sujetos parciales y representan, entre sí, intereses heterogéneos; son, en fin, de funcionamiento conjunto complejo e inadecuados para actuar procurando el "interés público" que late en toda crisis empresarial. Por ello, su presencia debe quedar reducida a algo casi testimonial. En estos sistemas, el papel secundario de los acreedores tiene como contrapartida natural la atribución de una gran cantidad de funciones al órgano jurisdiccional. Normalmente, ante esa sobrecarga de deberes, que excede la capacidad del juez, se crea una figura jurídica delegada de aquél, que permita la continuidad en el seguimiento de cada concurso*».

las controversias que puedan surgir entre las partes y, en su caso, a la tutela de los derechos de las minorías. En consecuencia, no existe un órgano delegado del juez, sino un sujeto elegido por los acreedores que actúa de manera independiente en relación con la gestión del procedimiento (elaboración del informe provisional, por ejemplo). Ahora bien, todas las decisiones importantes sobre la solución a la insolvencia (o al devenir del procedimiento judicial de insolvencia) corresponden a los acreedores⁶²⁰.

La cuestión es qué modelo establece un marco más adecuado para adoptar decisiones (no sólo respecto a la solución a la insolvencia, sino, también, a la propia gestión diaria del procedimiento). La tesis mayoritaria entre la doctrina científica estadounidense, a la postre triunfadora, es la que propugna el conocido como «*creditors' bargain model*» (autotutela), que asigna derechos políticos a los acreedores, en su calidad de nuevos titulares del derecho residual de propiedad sobre los activos («*residual claimants*»), en el bien entendido de que el valor razonable de la empresa es inferior al pasivo exigible⁶²¹. Esta corriente doctrinal, con arraigo en el análisis económico del derecho, sostiene, además, que los destinatarios de los deberes fiduciarios de los administradores sociales en última instancia (pues la destinataria principal es la sociedad) son los acreedores (en su condición de nuevos «*residual claimants*»)⁶²², dado que los socios se hallan «*out of the money*».

⁶²⁰ *Ibidem*, página 293: «al trasladar el núcleo competencial a los acreedores se reproduce en parte el problema que antes se daba con el juez. La junta, como reunión de todos los titulares de créditos admitidos en el concurso, es un órgano inapropiado para la constante adopción de decisiones, pues sus necesarias normas de convocatoria y celebración convierten su funcionamiento en lento y costoso. La solución es, de nuevo, similar a la utilizada en el sistema “judicializado”, ya que, por una parte, se dejan en manos del órgano asambleario las decisiones sobre las materias más trascendentales, mientras que, paralelamente, se crea –o, al menos, se deja en manos de la junta su creación– un comité que, representando los distintos grupos de acreedores, pueda llevar con continuidad los asuntos del procedimiento».

⁶²¹ Como expone el profesor Tirado (*Los administradores concursales, op. cit.*, páginas 300-313), la corriente doctrinal alemana del «*Gläubigerautonomie*» también se adhirió a esta tesis. En la nota a pie 33 de la página 300 se traspone la exposición de motivos del «*Diskussionsentwurf*» del Ministerio de Justicia (DE, A 32 -1988-): «En una economía de mercado deben ser primordiales – fundamentalmente– los juicios de aquellas personas cuyos intereses patrimoniales están en juego y, por tanto, que deben sufrir los errores. De ello se desprende la consecuencia que no sólo la solución (la salida: «*Ausgang*») sino también el camino («*Gang*») deber ser determinado por los participantes en la medida del valor de sus créditos (...)».

⁶²² En rigor, no cambia ni en el interés social ni el destinatario de los deberes fiduciarios de los administradores. Deben promover, en todo momento, la maximización del valor de los activos (*Vid. Supra* III.7 y III.9). Otra cosa es que, conforme a su nueva condición de «*residual claimants*» atendiendo al valor de la empresa, los acreedores ostenten legitimación para ejercitar la acción social y el interés social se identifique con el de los acreedores que no cuentan con garantías reales.

La doctrina del «*loss allocation model*» (heterotutela) opone a esta teoría que el procedimiento judicial de insolvencia no atiende sólo al interés de los acreedores, sino que existe una pluralidad de intereses que no se pueden ignorar. Es preciso la existencia de un sujeto que, desde una perspectiva ajena al interés individual de los acreedores, pueda ponderar los conflictos de interés que pueden surgir en el seno del procedimiento. El problema reside en la búsqueda de este sujeto, que no puede depender del juez, al carecer de la preparación adecuada para adoptar las decisiones que pueden plantearse en el seno de un procedimiento concursal.

4.3. *Los inconvenientes de atribuir el poder de decisión sobre la gestión del procedimiento a los acreedores*

La asignación de poder de decisión a los acreedores sobre todos los extremos del procedimiento judicial de insolvencia presenta inconvenientes⁶²³. Primero, los postulados de los modelos de autotutela no se cumplen (los acreedores no adoptan sus decisiones bajo criterios de racionalidad económica exclusivamente y, en todo caso, pueden incurrir en negligencia)⁶²⁴. Segundo, la masa pasiva está compuesta por acreedores con intereses individuales y contradictorios, por lo que no es posible tratarles como un grupo homogéneo que se mueve en la misma dirección y persigue los mismos intereses⁶²⁵. Finalmente, el propio problema de acción colectiva fomenta la apatía del «acreedor medio» dados sus escasos incentivos a incurrir en costes en

⁶²³ Véase Tirado, I. *Los administradores concursales*, op. cit., páginas 300-304.

⁶²⁴ En palabras del profesor Tirado (*Los administradores concursales*, op. cit., páginas 300 y 301). Véase, sin embargo, Santella, P., miembro de la Comisión Europea y de la *Banca d'Italia*, «Bankruptcy and corporate governance» (con abundante cita a derecho comparado), en la obra colectiva *Estudios sobre la Ley Concursal* (Libro Homenaje a Manuel Olivencia), Tomo I, Marcial Pons, Madrid, 2004, páginas 863 a 868 (especialmente: páginas 866 y 868). «*The economic function of bankruptcy has been investigated by economists specialized in several fields, such as finance, the theory of the firm, the study of property rights and of corporate governance. (...) From an economic approach bankruptcy must be seen as a sanctioning instrument at the hand of creditors in a double way, either as a right to disinvest from an ailing enterprise and as a tool to monitor the management of the debtor enterprise all along the credit relationship. The conclusion is that every legislator should give directive powers to creditors in bankruptcy. The different points of view (...) share the necessity to recognize directive powers to creditors in bankruptcy and to give public authorities (judiciary and administrative) the role to ascertain the regularity of the procedures but not to direct them.*».

⁶²⁵ Vid. *Supra* IV.3.2.

beneficio del común, sin recuperar la inversión a título individual⁶²⁶; lo que genera el riesgo de que el proceso sea controlado por los acreedores con mayor poder de negociación o incluso por personas especialmente relacionadas con el deudor⁶²⁷.

Los acreedores deben decidir sobre las decisiones de mayor relevancia del concurso (como la solución a la insolvencia)⁶²⁸; teniendo en cuenta, eso sí, los posibles conflictos de interés que puedan surgir entre los propios acreedores⁶²⁹.

⁶²⁶ Tirado, I. *Los administradores concursales*, op. cit., página 301. En la nota a pie 47 de la página 304 se expone que en la reforma del derecho concursal de la insolvencia austriaco de 1982 no hubo ninguna voz relevante que abogara por la extensión de la «*Gläubigerautonomie*»: «se suprimió, por ejemplo, la posibilidad de sustitución por parte de los acreedores del administrador concursal elegido por el juez, que también asumió las competencias de nombramiento del comité, lo que, al parecer, no fue objeto de críticas por ningún grupo de presión relevante (...), La preocupación de que cada grupo de control de los demás grupos era mayor que la que sienten por la competencia del órgano jurisdiccional».

⁶²⁷ En las páginas 302 a 304, el profesor Tirado subraya que «la idea de limitar el poder de decisión de los acreedores manteniendo, a su vez, plenamente, la lógica de mercado, estaba latente en las sucesivas reformas del derecho concursal inglés de la era Victoriana que se incluían en lo que se dio en llamar “officialism” (...). Las concepciones eran básicamente dos: por un lado estaban los partidarios del denominado “Voluntarism”, generalmente apoyados por los Tories; por el otro, los “oficialistas”, normalmente miembros de los Whigs. Para los primeros, el patrimonio concursal debía ser administrado y distribuido exclusivamente por los acreedores, a través de un “fiduciario” denominado *Creditors’ assignee*, sin ningún tipo de intervención pública y con una mínima posibilidad de recurso al órgano jurisdiccional. Para los segundos, sin embargo, debidos a los muchos problemas de corrupción e ineficiencia de los sistemas de auto-administración por parte de los acreedores, se hacía necesario un cierto grado de intervención en el desarrollo del procedimiento. La implicación pública propuesta en la Ley de 1831 (1 & 2 Wm. IV, c. 56) consistía, fundamentalmente, en la creación de una jurisdicción especial para el conocimiento de los procedimientos concursales (*Court of Bankruptcy*) y, sobre todo, en la introducción de una figura denominada *Official Assignee* encargada de la administración del patrimonio insolvente: se trataba de sujetos elegidos por el Lord Chancellor de entre comerciales y contables con experiencia (en las plazas de Londres y Westminster) y de reconocido prestigio, dedicados exclusivamente a su labor concursal y remunerados “adecuadamente” con fondos públicos (...). Ante los siglos de desastroso funcionamiento de la auto-tutela por parte de los acreedores concursales, Lord Brougham (el Lord Chanciller autor de la reforma) consideró probado que el ámbito del concurso es uno en el que debe admitirse un cierto nivel de intervencionismo público, precisamente con la intención última de tapar los huecos que todo sistema de mercado tiene».

⁶²⁸ *Ibidem*, página 305: «(e)l diseño inter-orgánico que se considera adecuado para la plasmación en la práctica de los principios que subyacen a un derecho concursal inserto en una economía de mercado es el formado por dos órganos privados y dos funcionales, los primeros en pos de su propio interés y los segundos con el objetivo de preservar el “interés concursal”. La asignación competencial o, como señala la doctrina estadounidense, el “decision making process”, es la siguiente: en los acreedores deben recaer las decisiones sustantivas de mayor importancia; en la junta, aquellas dirigidas a decidir sobre el destino del procedimiento; en el comité, además de las labores de control y colaboración con la administración concursal, la autorización de determinadas actuaciones que, por su elevado montante o nivel de riesgo, puedan poner en peligro la masa activa; en la administración concursal, la administración y los aspectos técnicos del procedimiento; en el órgano jurisdiccional, las labores procesales y de control: sobre los acreedores a través del derecho de veto y, en lo concerniente a la administración concursal, a través del sistema de recursos y de vigilancia continuada de oficio». Vid. *Infra* VI.

⁶²⁹ Vid. *Infra* VI.2.9 y VIII.2.9.

4.4. La administración concursal como órgano funcional ante los conflictos de interés entre acreedores

Por tanto, la identificación del «interés del concurso» con la función solutoria no conlleva necesariamente que los acreedores deban administrar el concurso⁶³⁰. La clasificación de los créditos o la legitimación principal para el ejercicio de la acción de reintegración se reserva a un órgano independiente como solución frente a los conflictos de interés existentes entre los acreedores.

Así, la administración concursal es un órgano necesario en el modelo de relaciones inter-orgánicas, pues resuelve los conflictos de interés entre los «*residual claimants*» en materia de gestión. Esta labor se lleva a cabo mediante la adopción de decisiones que maximizan el valor empresarial a medio y largo plazo. Si los administradores de la sociedad insolvente cumplen con su cometido, la necesidad de la administración concursal desaparece. Como ocurre en derecho federal estadounidense, sería establecer un modelo de «*debtor-in-possession*», sujeto a la observancia de los deberes fiduciarios de negligencia y lealtad. No se escapa que, en la práctica, uno de los desincentivos para acudir al concurso de acreedores es la designación de un tercero sobre el que los acreedores carecen de voz ni voto, sin perjuicio de su coste.

En todo caso, no hay conflicto de interés y, por tanto, no está justificado privar a los acreedores de legitimación extraordinaria y subsidiaria para ejercitar la acción social (arts. 74.2 y 240 LSC; 48 *quáter* y 54.4 LC⁶³¹). Tampoco lo hay a la hora de solicitar, como parte legitimada a ello a título principal, la calificación del concurso como culpable (la intervención adhesiva de los acreedores para coadyuvar en la sección

⁶³⁰ Tirado, I. *Los administradores concursales*, op. cit., página 306. La masa pasiva debe ser concebida como una comunidad de intereses, de manera que pueda establecerse una relación directa entre la actividad de la administración concursal (y, en su caso, el órgano jurisdiccional) y el interés –único– de los acreedores. Sólo así se superan los conflictos de interés existentes entre los propios acreedores: «*piénsese en la decisión de enajenar la empresa por un precio bajo debido a que los principales acreedores, proveedores de materias primas, van a beneficiarse en el futuro de mejores condiciones en las prestaciones de los adquirentes, competidores del deudor común; o, justo al contrario, la obsesión de los acreedores competidores por liquidar la empresa pese a su evidente viabilidad. En todos estos ejemplos, el ejercicio del poder de decisión por parte de los acreedores no garantiza una solución acorde con la función del derecho concursal. La autotutela trae consigo un resultado injusto –e ineficiente–, pues la mayor satisfacción de unos supone un perjuicio innecesario para los demás, imponiendo su dominio sobre la mayor satisfacción posible de todos los acreedores, vistos como una unidad, que es, en buena medida, el “interés concursal”*».

⁶³¹ En contra, por todos, Quijano, J. «Comentario al artículo 240», op. cit., páginas 1727 y 1728.

sexta *ex art.* 168 LC y para recurrir la sentencia de calificación *ex art.* 172 *bis.4* LC no se encuentra justificada por el problema de acción colectiva⁶³²).

4.4.1. Ausencia de derechos políticos de los acreedores respecto al estatuto de la administración concursal

Por otra parte, el control de los acreedores sobre la administración concursal se lleva a cabo *ex post*, a través del remedio resarcitorio en beneficio de la masa (art. 36.1 LC)⁶³³. Con buen criterio, no se restringe la legitimación de los acreedores (por ejemplo, exigiendo un porcentaje mínimo de créditos), atendiendo a que la acción se ejercita en interés de la masa (beneficia a todos los acreedores por igual). Además, los acreedores pueden recusar (art. 32 LC) y solicitar la separación de la administración concursal por justa causa (art. 37 LC); por ejemplo, por prolongación indebida de la liquidación (art. 153 LC).

Sin embargo, los acreedores carecen de trámite de audiencia para cambiar el régimen de intervención o suspensión⁶³⁴. Es más, tras las sucesivas reformas operadas en la Ley Concursal⁶³⁵ la administración concursal está compuesta por un solo miembro (art. 27.1 LC) que no puede ser designado de entre los acreedores (ni siquiera tras

⁶³² No parece justificado remitir a los acreedores al trámite de depurar la eventual responsabilidad de la administración concursal (art. 36.1 LC); máxime cuando la Ley contempla supuestos de legitimación extraordinaria y subsidiaria a favor de los acreedores (arts. 54.4 y 72 LC). *Vid. Infra* VI.2.10.

⁶³³ A diferencia del derecho societario, que únicamente contempla esta previsión respecto a la legitimación subsidiaria de los acreedores (art. 239.2 LSC), el artículo 36.5 de la Ley Concursal establece el derecho de reembolso del acreedor que obtiene una sentencia estimatoria en interés de la masa. *Vid. Supra* III.5.5.

⁶³⁴ Martínez Flórez, A. «Comentario del artículo 40», en la obra colectiva *Comentario de la Ley Concursal*, *op. cit.*, página 773, indica que « *si la finalidad esencial del concurso es satisfacer a estos sujetos, debería tenerse en cuenta su voluntad cuando ellos consideren que sus intereses se satisfacen mejor cambiando los efectos del concurso sobre las facultades patrimoniales del deudor* ». Se apunta también que « *la vinculación de la intervención al concurso voluntario puede llevar al deudor a apresurarse a solicitar la declaración de concurso, sin intentar otras vías de solución previas, precisamente para aprovechar las posibilidades que le ofrece la propia Ley Concursal de poner fin a contratos de trabajo o de otro tipo y cuyo precio de terminación es soportado por los propios acreedores* ».

⁶³⁵ Señaladamente, la Ley 38/2011, de 10 de octubre, de reforma de la Ley Concursal, y la Ley 17/2014, de 30 de septiembre, por la que se adoptan medidas urgentes en materia de refinanciación y reestructuración de deuda empresarial (BOE de 1 de octubre).

solicitar su cese por justa causa *ex art. 38 LC*)⁶³⁶. Por otro lado, las causas de recusación se encuentran tasadas y los acreedores no acuerdan la retribución de la administración concursal, que se encuentra sujeta a arancel (cfr. arts. 28, 32 y 34 LC). Además, la retribución de la administración concursal, si bien fijada por arancel, también comporta un crédito contra la masa, con lo que también existe el riesgo de que adopte una posición demasiado conservadora que lleve a la decisión de no invertir en proyectos empresariales con valor actual positivo⁶³⁷. Por último, las dudas sobre las motivaciones de los acreedores también son extensibles a la independencia y cualificación de la administración concursal (es una cuestión empírica).

4.4.2. Responsabilidad de la administración concursal «frente a la masa activa»

Ahora bien, los legitimados para el ejercicio de las facultades de administración y disposición del patrimonio del deudor (el deudor y/o la administración concursal, sometidos, en su caso, a autorización judicial) deben atender a su conservación del modo más conveniente para los intereses del concurso (art. 43.1 LC). De hecho, el estatuto de la administración concursal incluye la exigencia de deberes de diligencia y lealtad⁶³⁸, cuyo incumplimiento puede dar lugar a su separación (art. 37 LC) y a la exigencia de resarcimiento por los daños causados a los acreedores, de forma mediata, por medio de la acción derivativa del artículo 36.1⁶³⁹ de la Ley Concursal⁶⁴⁰.

⁶³⁶ Conforme al artículo 27.2 de la Ley Concursal, únicamente pueden ser designadas como administradores concursales las personas que figuren inscritas en la sección cuarta del Registro Público Concursal. No obstante, en aquellos concursos en que exista una causa de interés público que así lo justifique, el juez del concurso, de oficio o a instancia de un acreedor de carácter público puede nombrar como segundo administrador concursal a una Administración Pública acreedora o a una entidad de Derecho Público acreedora vinculada o dependiente de ella (art. 27.7 LC).

⁶³⁷ *Vid. Supra* IV.3.2. Este riesgo debería conjurarse desde el momento que la continuidad de la actividad empresarial obedece a que la empresa es económicamente viable. Si no, la administración concursal debería solicitar su paralización (art. 44.4 LC). En caso de conclusión del concurso con insuficiencia de la masa activa, con todo, salvo los actos imprescindibles para concluir la liquidación, los derechos arancelarios de la administración concursal se engloban en la categoría residual de créditos contra la masa se incluyen en la categoría residual (art. 176 *bis*.2.II.5º LC). Véase la sentencia del Tribunal Supremo (sala primera) de 8.VI.2016 (RJ 2016, 2341; ponente: Pedro José Vela).

⁶³⁸ El artículo 35 de la Ley Concursal dispone que los administradores concursales y los auxiliares delegados desempeñarán su cargo con la diligencia de un ordenado administrador y de un representante leal.

⁶³⁹ Con todo, es reseñable que el artículo 36.1 de la Ley Concursal ciña la exigencia de responsabilidad de los administradores concursales por «*los actos y omisiones contrarios a la ley o realizados sin la debida diligencia*». No se incluye la infracción del deber de lealtad, aunque se ha de entender incluido en la conducta contraria a la Ley, dado que el artículo 35.1 contempla expresamente la exigibilidad de dicho deber.

⁶⁴⁰ Véase, al respecto, la sentencia del Tribunal Supremo (sala primera) de 11.XI.2013 (RJ 2013, 7817; ponente: Ignacio Sancho).

4.4.3. La «responsabilidad externa» de la administración concursal

El artículo 36.6 de la Ley Concursal regula, asimismo, la «acción individual» por los daños causados directamente en el patrimonio de terceros. Entre otros, la Ley incluye a estos efectos tanto el deudor como los acreedores. Debe interpretarse la mención al «deudor» como a los «socios», pues la acción que corresponde al primero es la del primer apartado del artículo 36.

Ante distintas alternativas neutras para la masa (y, de forma refleja, para los acreedores), la administración concursal debe evitar causar un perjuicio a los socios. Sin embargo, los supuestos de hecho que puedan reunir estas condiciones serán residuales en la práctica. Sea el caso, por ejemplo, de la venta de la unidad productiva durante la fase común (sección tercera), por un precio inferior al que cabría haber obtenido en la fase de liquidación, de modo que, aun siendo suficiente para pagar a los acreedores, priva al deudor (y a los socios) del remanente (art. 43.2 LC)⁶⁴¹. En este caso, la acción a ejercitar no sería la del apartado sexto, sino la del apartado primero del artículo 36 de la Ley Concursal, dado que el daño se localiza en el patrimonio del deudor. Por tanto, la acción del apartado sexto deberá reservarse a casos en los que se prive a los acreedores o a los socios (supuesto residual en el concurso) del ejercicio de derechos legalmente reconocidos sin causa justificativa.

Por otro lado, aunque es una cuestión empírica, la proliferación de acciones individuales puede resultar en un problema de gobierno corporativo, en la medida en que la «amenaza» de la responsabilidad pueda influir en las decisiones de la administración concursal (especialmente ante una eventual acción ejercitada por el deudor). Ante el posible ejercicio de acciones por los socios o los acreedores, la administración concursal puede adoptar decisiones desenfocadas de su deber fiduciario de maximizar el valor de la masa activa. Son aplicables a este caso las consideraciones realizadas con relación al ejercicio de la acción individual en el plano societario (*Vid. Supra* III.6.7).

⁶⁴¹ Véase Tirado, I. *Los administradores concursales*, *op. cit.*, páginas 696 a 701.

V. El conflicto de interés entre socios y acreedores. (1) Soluciones en el marco de la estructura de gobierno corporativo del derecho de sociedades: normativa y contrato

1. Negocio jurídico de agencia y problema económico de agencia

No existe ningún negocio jurídico entre los socios y los acreedores de una empresa que dé lugar a la existencia de una relación de mandato entre ellos. Aunque ambos se deben un deber de cuidado recíproco (cfr. art. 1902 CC), tampoco existe una relación fiduciaria entre ellos. No obstante, la limitación de la responsabilidad de los socios en las sociedades de capital puede dar lugar a un conflicto de interés entre los socios y los acreedores, y a un problema de agencia, en la medida en que los incentivos de los administradores estén alineados con los de los socios, cuando el valor razonable de la empresa es inferior al pasivo exigible de la sociedad.

2. Limitación de la responsabilidad de los socios e incentivos para invertir

Los socios de una sociedad de capital se lucran (ilimitadamente) con el beneficio que pueda arrojar el resultado del ejercicio, en tanto que restringen su responsabilidad por las pérdidas a su aportación al capital social. Por el contrario, los acreedores asumen el riesgo de insolvencia empresarial, mientras que sus derechos están limitados contractualmente. La sociedad de capital fomenta, desde luego, la promoción empresarial de proyectos de otro modo inasumibles (y que son la base de la creación de valor social). Pero también puede generar incentivos para invertir en proyectos excesivamente arriesgados en situaciones de insolvencia inminente⁶⁴². Las cuestiones que cabe abordar son, entre otras: (i) la restricción de pagos de cualquier tipo a los socios hasta el pago del crédito («*asset dilution*»); (ii) el riesgo de sustitución de activos o proyectos con escaso riesgo por otros más arriesgados («*risk of overinvestment*»); y (iii) la limitación del endeudamiento posterior al otorgamiento del propio crédito («*debt dilution*»).

La cuestión es cómo se protegen los acreedores frente al conflicto de interés que puede surgir con los socios. Sin duda, la solución no es la misma según se trate de

⁶⁴² *Vid. Supra* II.3. Con todo, los socios no pueden disponer del activo social para fines ajenos al objeto social, de la misma manera que los acreedores sociales carecen de poder de agresión frente al patrimonio personal de los socios (salvo en casos de fraude de ley o de abuso de derecho *ex arts.* 6.3 y 7.2 CC).

decisiones nocivas para el interés social o sub-óptimas. Para apreciar esta distinción, se planea un ejemplo numérico sencillo a continuación.

Sea una sociedad con una deuda neta de cien euros que vence al cierre del ejercicio y con una tesorería disponible de idéntico importe al inicio. El coste de oportunidad de mantener dichos fondos ociosos durante el ejercicio no es una opción para un administrador diligente, que dispone de tres posibles proyectos empresariales en los que invertir (el horizonte temporal coincide con el ejercicio social para todos ellos).

El primer proyecto, la venta de una unidad productiva, genera valor, porque tiene una esperanza positiva. Además, como su valor actual neto es de cien euros, la sociedad podrá atender a la deuda que vence al final del ejercicio con certeza. La esperanza del segundo y del tercer proyecto es negativa (generan pérdidas en grado de expectativa), por lo que la decisión de inversión es contraria al interés social.

Proyecto	Objeto	Probabilidad	Retorno neto	Esperanza
1	Venta de unidad productiva deficitaria	100%	100 €	100 €
2	Proyecto I+D relacionado objeto social	15% 85%	180 € -50 €	-15,5 €
3	Toma de participación (distinto sector)	5% 95%	250 € -20 €	-6,5 €

La observancia de la diligencia debida obligaría a los administradores a no invertir en dicho proyecto, aunque pudiera otorgar mayor rentabilidad financiera a los socios, si se verificase el escenario favorable de los dos posibles. Sin perjuicio del ejercicio de la acción de reintegración en caso de concurso (art. 71.1 LC), la «*business judgment rule*» no debería ser aplicable a este tercer supuesto por concurrir culpa grave (art. 226.1 LSC)⁶⁴³. Por esa misma razón, los administradores deberían desobedecer las instrucciones de la junta general en este sentido (art. 161 LC). Concurriendo culpa grave, en caso de apertura de la sección sexta, la decisión de inversión en estos dos proyectos también podría ser objeto de enjuiciamiento (art. 164.1 LC).

La situación cambia cuando hay dos proyectos con valor actual neto positivo, como se expone en la tabla siguiente. Entonces, la problemática ya no es el perjuicio causado al interés social, sino la adopción de decisiones sub-óptimas que no maximizan el valor empresarial.

⁶⁴³ Vid. *Supra* III.2.4.

Proyecto	Objeto	Probabilidad	Valor actual neto	Esperanza
1	Venta de unidad productiva	100%	100 €	100 €
2	Proyecto I+D relacionado con objeto social	15% 85%	220 € 55 €	80 €
3	Toma de participación (distinto sector)	5% 95%	250 € -20 €	-6,5 €

El valor actual neto del segundo proyecto es positivo, por lo que contribuye en grado de expectativa, aunque en menor medida que el primero, a maximizar el valor empresarial a medio y largo plazo. Sin embargo, la esperanza es de ochenta euros, por lo que la sociedad será insolvente, en grado de expectativa, al cierre del ejercicio. No obstante, este proyecto podrá dar lugar, con distinta probabilidad, a valores actuales netos superiores o inferiores a la deuda neta. Si la sociedad invierte en este proyecto, es posible que pueda acordar la distribución de un dividendo a favor de sus socios, pero es probable que sea insolvente al cierre del ejercicio. Por tanto, podría ocurrir que el administrador, alineado con el interés de los socios, se decantara por la inversión en el segundo proyecto, ya que, no asumiendo el riesgo de insolvencia, es el único que podría beneficiarles a corto plazo. Los acreedores, por su parte, preferirían que el administrador invirtiera en el primer proyecto, el único que garantizaría la solvencia de la sociedad.

Si la sociedad invirtiera en el segundo proyecto y el resultado fuera ochenta, como presentaba valor actual neto positivo: (i) el administrador debería observar las instrucciones de la junta general (art. 161 LSC) –el acuerdo de instrucción tampoco sería impugnabile *ex art. 204.1.I LSC*–; (ii) la «*business judgment rule*» sería aplicable, pues el administrador no actuaba con culpa grave (art. 226.1 LSC); (iii) no procedería la reintegración en caso de concurso (art. 71 LC); y (iv) esta decisión de inversión tampoco debería analizarse en el marco de la sección sexta (art. 164.1 LC).

En estos supuestos de decisiones sub-óptimas, la protección de los acreedores se centra fundamentalmente en el contrato, pues los remedios legales están enfocados en los actos perjudiciales para el interés social⁶⁴⁴. Antes de analizar en detalle la solución contractual y sus riesgos, se repasar someramente la solución normativa del derecho de sociedades a este conflictos de interés entre socios y acreedores.

⁶⁴⁴ *Vid. Supra V.4.*

3. Solución normativa al conflicto de interés entre socios y acreedores

3.1. *La laguna normativa en situaciones de insolvencia que transcurren al margen del concurso*

Naturalmente, el derecho de sociedades apenas toma en consideración este conflicto de interés. A la hora de establecer la estructura de gobierno corporativo que minimiza los costes de agencia, se asume el escenario con vocación de generalidad: la situación de solvencia empresarial⁶⁴⁵. Al derecho societario le ocupa el establecimiento de reglas que puedan ofrecer una solución normativa susceptible de reducir los costes de transacción y conflicto de interés que tienen lugar, por un lado, entre los socios y los administradores, y, por otro, entre los socios entre sí.

3.2. *La función del derecho societario desde el prisma del análisis económico del derecho*

En efecto, desde la óptica del análisis económico del derecho, el derecho mercantil tiene su razón de ser en la promoción de negocios jurídicos potencialmente creadores de valor para las partes implicadas. El derecho societario contiene, en su mayor parte, normas dispositivas que ofrecen a los futuros socios un marco susceptible de reducir costes de transacción, para favorecer así la coordinación y la celebración del contrato de sociedad en última instancia. Los costes de transacción derivan de la existencia de información asimétrica y de los distintos incentivos de las partes, quienes, bajo una hipótesis de racionalidad, se espera que desplieguen comportamientos oportunistas en aras de promover su interés individual. Los problemas de agencia, el reconocimiento de la existencia de conflictos de interés entre quien gestiona la empresa y quien asume su gestión, derivan precisamente de esta previsión de comportamientos oportunistas en un marco de información asimétrica.

El problema de información asimétrica se ha dividido tradicionalmente⁶⁴⁶ en dos: la información oculta («*hidden information*») y el riesgo moral –o acción oculta– («*moral hazard*»). La información oculta se refiere a la mejor información de la que dispone el deudor antes de la contratación (el otorgamiento del préstamo), mientras

⁶⁴⁵ Véase, no obstante, las excepciones de los artículos 74.2, 240 y 428 de la Ley de Sociedades de Capital.

⁶⁴⁶ Véase, por todos, Fama, E. y Miller, M. *The Theory of Finance* (1972), y Jensen, M. y Meckling, W. «Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure», 3 *Journal of Finance and Economics* 305 (1976).

que, por su parte, el riesgo moral comprende el riesgo derivado del control del deudor sobre los fondos una vez prestados atendiendo a que los socios no asumen el riesgo de insolvencia (por ejemplo, su uso en inversiones distintas de aquélla que motivó su otorgamiento)⁶⁴⁷.

3.3. *Las normas del derecho societario protectoras del interés de los acreedores*

Ahora bien, el derecho de sociedades establece unas normas imperativas encaminadas a ofrecer una tutela, acaso básica, del interés de los acreedores. Así, por ejemplo, los socios no pueden disponer libremente del haber social. Para ello se requiere la previa adopción de un acuerdo social de reducción de capital o de reparto de dividendos. En ambos casos, además, la Ley de Sociedades de Capital restringe el ámbito de la autonomía de la voluntad de los socios. La distribución de dividendos no puede reducir el patrimonio neto a una cifra inferior al capital social (art. 273

⁶⁴⁷ Kraakman, R. et al, *The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach*, op. cit., páginas 116 y 117, describen esta situación de forma muy gráfica. «(...) the fact that the shareholders benefit from the firm's success, but their personal assets are shielded from the consequences of its failure, gives them incentives to engage in actions that benefit them at the expense of creditors. Such actions may take a variety of forms. First, and most basically, the shareholders may siphon assets out of the corporate pool in favor of themselves. This kind of transaction, which is sometimes referred to as "asset dilution", makes shareholders better off, but harms creditors by reducing the assets available to satisfy their claims. Second, creditors' interests may be harmed by an increase in the riskiness of the firm's business, in particular through "asset substitution". Here shareholders do not take the firm's assets for themselves, but rather sell assets used in low-risk business activities to pay for the acquisition of assets used in high-risk business activities. Shareholders can benefit from an increase in the riskiness –the volatility– of the firm's cash flows, because if things go well, all the extra goes to them, but if things go badly, they lose no more than what they already had at stake. Creditors, however, will be harmed by this increase. It will increase the probability that the firm will not generate enough cash to repay them, with no countervailing benefit if things go well, given that creditors' claims against the firm are fixed. To make things worse, such a substitution may be attractive to shareholders even if it reduces the overall value of the firm's assets: that is, the shareholders may prefer a larger slice of a smaller overall pie. A third way in which shareholders may benefit at creditors' expense is by increasing the firm's overall borrowing. If the "new" creditors end up sharing the firm's assets with the "old" creditors in the event of failure, this reduces the expected recoveries of the old creditors should the firm default. This benefits the shareholders by enabling them, in effect, to have the benefit of finance from the old creditors on terms that, in light of the addition of the new creditors, now look too favorable. This effect is sometimes referred to as "debt dilution". The ultimate impact on the old creditors will of course depend on what the firm does with the new funds. But because the new borrowing is subsidized (by the old lenders), the new lenders may be persuaded to fund projects that are value-decreasing, and which, without such a subsidy, they would decline to fund».

LSC⁶⁴⁸). Respecto a la restitución de aportaciones, entre otros aspectos, la Ley reconoce, en el caso de las sociedades anónimas⁶⁴⁹, el mal llamado «derecho de oposición» a favor de los acreedores cuyos créditos, anteriores a la fecha del acuerdo, no se «*encuentren ya suficientemente garantizados*» (art. 334 LSC)⁶⁵⁰. El artículo 44 de la Ley de Modificaciones Estructurales también reconoce el derecho de recabar garantías para la seguridad de los créditos⁶⁵¹.

Por otro lado, el valor razonable de las aportaciones no dinerarias a una sociedad anónima debe ser determinado por un experto independiente que responde frente a

⁶⁴⁸ A lo que hay que añadir la dotación de la reserva legal (arts. 274 y 326 LSC), de las reservas indisponibles en caso de activación de gastos de investigación y desarrollo (art. 273.3 LSC) y de fondo de comercio (art. 273.4 LSC). Asimismo, en el caso de distribución de cantidades a cuenta de dividendos, el artículo 277 de la Ley de Sociedades de Capital establece un test adicional de liquidez y la previa «compensación» de pérdidas de ejercicios anteriores aunque no hubieran reducido el patrimonio neto a una cifra inferior al capital social. El incumplimiento de estas normas conlleva la obligación de restitución de dividendos incrementados en el interés legal, siempre que se acredite el dolo o la mala fe de los socios (art. 278 LSC).

⁶⁴⁹ En cuanto a las sociedades de responsabilidad limitada, los estatutos pueden regular el derecho de oposición de los acreedores. Así se evita la responsabilidad solidaria de los socios con la sociedad por las deudas anteriores a la fecha de adopción del acuerdo, hasta el límite de lo percibido durante un periodo de cinco años desde la inscripción de dicho acuerdo en el Registro Mercantil (arts. 331 y 333 LSC). Asimismo, puede excluirse este régimen de responsabilidad solidaria mediante la dotación de una reserva indisponible por un importe equivalente al de la restitución de las aportaciones (art. 332 LSC). Esta reserva, sin embargo, no supone una protección material a favor de los acreedores porque se dota con cargo al beneficio del ejercicio o reservas de libre disposición (no se retiene esa cuantía en una cuenta bancaria indisponible para la sociedad; es una ficción contable sin reflejo en caja).

⁶⁵⁰ En el caso del derecho de separación (en particular, en el caso del artículo 348 *bis* de la Ley de Sociedades de Capital) –y en materia de exclusión de socios–, la tutela de los acreedores se limita al ejercicio del derecho de oposición en los casos permitidos por la Ley (art. 356.3 LSC) o, en el caso de las sociedades de responsabilidad limitada, a la responsabilidad de los socios en idénticos términos que en la reducción de capital (art. 357 LSC). El efecto restitutivo puede suponer el incumplimiento de ciertas obligaciones de no hacer de los contratos de financiación (fundamentalmente: la prohibición de distribuciones a favor de los socios o la subordinación de todos sus derechos de crédito frente a la sociedad mientras no se cumpla íntegramente el contrato de financiación). No se oculta que es una de las razones que llevó a la suspensión temporal de su vigencia hasta el 31.XII.2016. Tampoco hay norma tuitiva del interés de los acreedores, por ejemplo, en el caso de la aportación no dineraria de una rama de actividad a favor de otra sociedad (no es imperativo acudir a mecanismos de sucesión universal *ex arts. 68 a 72 LME* –véase, no obstante, la RDGRN de 11.IV.2016; BOE de 2 de junio–). La tutela en todos estos supuestos depende del contrato.

⁶⁵¹ Sin embargo, tras la reforma operada en el artículo 44 de la Ley de Modificaciones Estructurales, por la Ley 1/2012, de 22 de junio, de simplificación de las obligaciones de información y documentación de fusiones y escisiones de sociedades de capital, a diferencia de la reducción de capital, el ejercicio del derecho de oposición no suspende la eficacia de la modificación estructural frente a terceros (mediante su inscripción en el Registro Mercantil –compárese con los arts. 333.4 y 337 LSC–). Véase al respecto las resoluciones de la Dirección General de Registros y del Notariado de 9.V.2014 (BOE de 3.VII.2014), 15.X.2014 (RJ 2014, 5525), 5.XI.2014 (RJ 2014, 6316) y 6.XI.2014 (RJ 2014, 6318). Con todo, la insuficiencia de estas previsiones para proteger el interés de los acreedores «involuntarios» es evidente.

la sociedad⁶⁵² durante cuatro años (arts. 67 y ss. LSC). En el caso de las sociedades de responsabilidad limitada, salvo que se recabe el informe pericial (art. 76 LSC), esta garantía de la correcta valoración se sustituye por un régimen de responsabilidad solidaria durante cinco años que recae sobre los administradores y quienes tuvieran la condición de socios en el momento de la aportación –no sólo sobre el aportante–, salvo que conste su oposición en acta. Aunque el artículo 73.1 establezca esta responsabilidad solidaria en beneficio de la sociedad y de los acreedores, parece más adecuado concluir, en el segundo caso, que se trata de una regla de legitimación extraordinaria y subsidiaria, relacionada con la condición de «*residual claimants*» en situaciones de insuficiencia de activo (cfr. arts. 10.II LEC, 74.2 y 240 LSC)⁶⁵³.

Con todo, el paradigma de la protección del interés de los acreedores es el deber de depósito de las cuentas anuales en el Registro Mercantil (que reduce el problema de la información oculta: «*hidden information*») y las normas reguladoras de la

⁶⁵² Aunque el artículo 68.1 de la Ley de Sociedades de Capital establece que el perito responde frente a la sociedad, frente a los socios y frente a los acreedores, debe entenderse que, salvo en el primer caso, se trata de una legitimación extraordinaria (arts. 10.II LEC, 239 y 240 LSC). Peñas, M^a.J. «Comentario del artículo 68», en la obra colectiva *Comentario de la Ley de Sociedades de Capital op. cit.*, páginas 637 a 642 (especialmente: página 639) apunta al derecho subsidiario de los socios y acreedores, pero no llega a plantear si se trata de una legitimación ordinaria o extraordinaria.

⁶⁵³ No en vano, el artículo 74.2 de la Ley establece una regla muy similar a la del artículo 240 con relación a la legitimación extraordinaria y subsidiaria de los acreedores para exigir la responsabilidad de los socios aportantes en beneficio de la sociedad. Véase, al respecto, La Casa, R. «Comentario del artículo 74», en la obra colectiva *Comentario de la Ley de Sociedades de Capital, op. cit.*, páginas 675 a 680 (especialmente: página 680).

protección del capital social (que tiene la vocación de acometer el problema de acción oculta o riesgo moral: «*moral hazard*») ⁶⁵⁴.

Sin embargo, desde la perspectiva de los acreedores «voluntarios profesionales», la indisponibilidad de la cifra de capital social y la información que ofrecen las cuentas anuales no bastan para tutelar su crédito. En realidad, ninguna de estas medidas actúa como paliativo de la situación de insolvencia del deudor. En el caso del capital social, como es sabido, se trata de una partida meramente contable que no lleva

⁶⁵⁴ Uría, R., Menéndez, A. y García de Enterría, J. «La sociedad anónima: principios fundamentales», en la obra colectiva *Curso de Derecho Mercantil I*, Cizur Menor, Civitas, segunda edición, 2006, páginas 817 y 818, indican que: «*el capital constituye una dimensión contable (invariable en tanto no se aumente o se reduzca legalmente) que actúa de garantía indirecta de los acreedores sociales, en cuanto impide que puedan resultar, del balance, ganancias repartibles sin que los elementos del activo cubran, aparte de las demás deudas, la deuda representada por el capital. Esta función de garantía a los acreedores, que resulta de la exigencia legal de que la cifra del capital cuente en todo momento con una cobertura patrimonial suficiente, opera en cierta medida como contrapartida por la falta de responsabilidad personal de los socios por las deudas sociales*». Por ejemplo, el artículo 327 de la Ley de Sociedades de Capital establece, para el caso de las sociedades anónimas, un supuesto de reducción obligatoria del capital social cuando las pérdidas del ejercicio reduzcan el patrimonio neto a una cifra inferior a dos terceras partes del capital social. De este modo, la Ley obliga a que la cifra del capital resulte acorde con la situación patrimonial de la sociedad. Sin embargo, como recuerda Garrido J. M^a. «Capital social y reglas de solvencia», en la obra colectiva *Liber Amicorum Juan Luis Iglesias*, Cizur Menor, Civitas, 2014, páginas 519 a 550 (especialmente: página 533), la reducción de capital no beneficia en modo alguno a los acreedores: «*de hecho, la reducción de capital resulta en una situación en la que la tutela que ofrecía el capital se ve disminuida, puesto que la cuantía del “amortiguador” será menor y, además, en caso de que la sociedad genere beneficios tras ajustar el capital a sus pérdidas, podrá volver a distribuir beneficios, en cantidad y proporción superior a los beneficios que hubiera podido distribuir ante de la operación de reducción de capital (...). Lo peor, sin embargo, no es que el capital sea ineficaz en el desempeño de sus funciones, sino que las normas de protección de capital ofrecen numerosos “efectos secundarios” que pueden llegar a ser muy nocivos, como la prohibición de emitir acciones bajo par, la prohibición de asistencia financiera o los límites en la emisión de obligaciones, entre otros*». La importancia del capital social en la Ley de Sociedades de Capital sigue siendo incuestionable de *lege lata*. Así, además de establecerse un mínimo que constituye mención esencial de los estatutos, pues de otro modo concurre causa de nulidad de la sociedad (arts. 4, 23 y 56 LSC), su efectividad se tutela mediante la prohibición de creación de participaciones sociales o emisión de acciones por una cifra inferior al nominal y con determinadas cautelas en relación con las aportaciones no dinerarias y adquisiciones onerosas posteriores a la fundación de la sociedad anónima (arts. 59, 68, 69, 70 y 72 LSC). Idénticas medidas protectoras existen respecto a los negocios jurídicos con acciones propias y la asistencia financiera (arts. 134 y ss., y 150 LSC), la reactivación de la sociedad (art. 370 LSC) o el límite máximo de emisión de obligaciones en una sociedad anónima (art. 405 LSC). A todo ello hay que añadir las cautelas ya expuestas, relativas a la aplicación del resultado (arts. 273 y ss. LSC); ampliación y reducción del capital (arts. 317 y ss. LSC); y disolución en caso de pérdidas que reduzcan el patrimonio neto a una cifra inferior a la mitad de aquél (arts. 363 y ss. LSC).

aparejada la indisponibilidad de las aportaciones correlativas de los socios⁶⁵⁵. Esas aportaciones (es evidente el supuesto de las dinerarias), se destinan a financiar la adquisición del inmovilizado y del resto de elementos del activo precisos para desarrollar la actividad empresarial. Dicho de otro modo, los acreedores sociales no pueden despachar ejecución contra las aportaciones que realizaron los socios como contraprestación por la suscripción o asunción de sus acciones o participaciones. El capital social únicamente refleja el *origen* de determinadas aportaciones que tuvieron lugar en su momento⁶⁵⁶. No es de extrañar que el «Informe *Winter*»⁶⁵⁷ recomendara, como una de las cuestiones esenciales para modernizar el derecho de sociedades, la

⁶⁵⁵ Como indica el apartado IV del preámbulo de la Ley de Sociedades de Capital: «*En el plano teórico la distinción entre las sociedades anónimas y las sociedades de responsabilidad limitada descansa en una doble característica: mientras que las primeras son sociedades naturalmente abiertas, las sociedades de responsabilidad limitada son sociedades esencialmente cerradas; mientras que las primeras son sociedades con un rígido sistema de defensa del capital social, cifra de retención y, por ende, de garantía para los acreedores sociales, las segundas, en ocasiones, sustituyen esos mecanismos de defensa –a veces más formales que efectivos– por regímenes de responsabilidad, con la consiguiente mayor flexibilidad de la normativa. No procede ahora hacer pronósticos sobre el futuro del capital como técnica de tutela de los terceros –tema que sólo será posible afrontar adecuadamente en el marco supranacional de la Unión Europea–, pero sí interesa señalar que esa contraposición tipológica entre sociedades abiertas y sociedades cerradas no es absoluta, por cuanto que, como la realidad enseña, la gran mayoría de las sociedades anónimas españolas –salvo, obviamente, las cotizadas– son sociedades cuyos estatutos contienen cláusulas limitativas de la libre transmisibilidad de las acciones».*

⁶⁵⁶ Garrido J. M^a. «Capital social y reglas de solvencia», *op. cit.*, página 522, nota a pie 11), con cita a la doctrina estadounidense, argumenta en este sentido que: «*el capital tienen una naturaleza puramente numérica. (...) En realidad, no puede hablarse de una deuda de restitución, condicionada a la disolución de la sociedad (que puede no producirse), sino más bien de una técnica contable refleja la procedencia de los recursos con los que cuenta la sociedad (como sucede con las partidas más importantes del pasivo) y que hace que el capital solamente pueda figurar en el pasivo con la finalidad de que activos por valor equivalente tengan que ser retenidos por la sociedad, y no distribuidos a los socios (...)*». En efecto, en el derecho societario estadounidense se abolieron las normas protectoras del capital social. Resulta muy gráfico al respecto la reflexión de Hu, H. y Westbrook, J.L. «Abolition of the Corporate Duty to Creditors», *107 Columbia Law Review* 1321, 2007, páginas 1321-1403 (especialmente: página 1333): «*(i)n the nineteenth century, “capital stock” ante the related motion of paid-in capital were considered to have a colorable claim as creditor protection devices. Shares of stock had to have par value. Each share of the corporation’s capital represented the surrender to the corporation of a sum of money (or other property) that should persist throughout the existence of the corporation. Shareholders were forbidden from invading that amount of dividends, and the creditors could expect that amount to be on hand unless consumed by legitimate losses. Of course, such devices could do little to protect creditors. Among other things, there was no segregated “lockbox” to safeguard funds collected from shareholders. Instead, such funds were simply used to run the business and thus subject to the vagaries thereof. Moreover, as a practical matter, suspect valuations were often used for paid-in capital purposes».*

⁶⁵⁷ *Report of High Level Group of Company Law experts on a modern regulatory framework for company law in Europe*, de 4 de noviembre de 2002.

supresión de la protección otorgada al capital social a raíz de la Segunda Directiva⁶⁵⁸. Sería mucho más efectivo que de forma similar al presente debate en torno a las entidades de crédito, se introdujera un régimen basado en reglas de solvencia (liquidez) como alternativa para la protección de los acreedores. Por ejemplo, en lo que se refiere a la propuesta de aplicación del resultado del ejercicio, los administradores deberían analizar⁶⁵⁹ la situación de solvencia⁶⁶⁰ en el ejercicio siguiente al ejercicio que propone la distribución de dividendos⁶⁶¹.

⁶⁵⁸ Véase Alonso Ledesma, C. «La función (la utilidad) del capital social como técnica de protección de los acreedores», en la obra colectiva *Estudios de Derecho de Sociedades y Derecho Concursal. Libro homenaje al Profesor Rafael García Villaverde*, Madrid, Marcial Pons, 2007, páginas 127 y ss., y, más recientemente, «Derecho de sociedades vs. Derecho concursal, ¿técnicas alternativas o complementarias de protección de los acreedores?», en la obra colectiva *La modernización del derecho de sociedades de capital en España. Cuestiones pendientes de reforma*, Tomo II, (Alonso Ledesma, C., Alonso Ureba, A. Esteban Velasco, G. dirs.), Aranzadi, Cizur Menor, 2011, páginas 67 a 109 (especialmente: páginas 68 a 74).

⁶⁵⁹ Véase las secciones 6.40 y 8.33 del *Model Business Corporation Act* (1984). Con todo, en la inmensa mayoría de los derechos estatales el control de la sociedad gira en torno al órgano de administración, que está facultado para tomar decisiones que en el caso español requieren del previo acuerdo de la junta general.

⁶⁶⁰ Puede que la sociedad obtenga beneficios recurrentes y que, sin embargo, por conceder crédito comercial a sus clientes, esté en situación de insolvencia si no consigue obtener financiación a corto plazo de sus proveedores (cfr. art. 2.2 LC). Lo habitual es que parte de la financiación a largo plazo de la sociedad (ya sea propia o ajena) se destine a financiar el capital circulante para evitar este tipo de tensiones de liquidez. Puede ocurrir que la iliquidez de las partidas del activo circulante (cuentas de clientes u otros deudores a cobrar a medio plazo) impidan acordar la aplicación del resultado para repartir un dividendo a los socios, salvo que se recurra a financiación ajena en aras de obtener saldo disponible para dicha distribución. Pese al estricto cumplimiento de las normas societarias (art. 273 LSC), el dividendo debidamente pagado a los socios (en efectivo o por compensación) puede ser reintegrable si la sociedad se encuentran en situación de insolvencia (arts. 2.2 y 71.3.1º LC). Véase las sentencias de la sala primera del Tribunal Supremo de 17.IV.2015 (RJ 2015, 1201; ponente: Sebastián Sastre) y 24.VI.2015 (RJ 2015, 2769; ponente: Sebastián Sastre).

⁶⁶¹ Al respecto, Kraakman, R. *et al*, *The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach*, *op. cit.*, páginas 130 a 134. Asimismo, Garrido J. M^a. «Capital social y reglas de solvencia», *op. cit.*, páginas 519 a 550 (especialmente, páginas 538 y ss.).

En cuanto a la información que presentan las cuentas anuales, es asimismo dudoso que sea realmente provechosa para los acreedores⁶⁶². En todo caso, desde el prisma de la responsabilidad de administradores, el derecho societario español asume que los acreedores no confían en dicha información a la hora de conceder crédito a una sociedad de capital (cfr. art. 367 LSC)⁶⁶³. A propósito, la responsabilidad solidaria *ex lege* de los administradores por no cumplir con sus deberes ante la situación de desequilibrio patrimonial no es una medida de buen gobierno corporativo ni tutela los intereses de los acreedores frente al conflicto de interés expuesto. Frente al celo del derecho de la insolvencia en la continuidad de la actividad de la empresa insolvente pero económicamente viable, atendiendo de forma mediata al cumplimiento de la función solutoria (art. 44 LC), la disolución forzosa de sociedades no atiende necesariamente al interés de los acreedores *anteriores* (acaso a los *posteriores*), sino que opera como una sanción (la expulsión del mercado). Una sociedad con una cifra elevada de capital social y que haya repartido reservas en años anteriores puede resultar expulsada del mercado por las pérdidas de un ejercicio que no traigan causa del fallido económico (por ejemplo, debido a la operativa de derivados) ni, por supuesto, de una situación de insolvencia. Salvo que sea posible transmitir la empresa como unidad económica en funcionamiento y se obtenga un precio equivalente al valor actual de los flujos de caja libre futuros, la disolución es perjudicial para los acreedores *anteriores*. Por tanto, el severo régimen de responsabilidad de los administradores frente a los acreedores *posteriores* a la ocurrencia de la causa de disolución no convierte al derecho de sociedades en uno particularmente celoso de la protección del interés de los acreedores ante un conflicto

⁶⁶² En este sentido, Alonso Ledesma, C. «Derecho de sociedades vs. Derecho concursal, ¿técnicas alternativas o complementarias de protección de los acreedores?», *op. cit.*, página 69, recuerda la incompatibilidad de la función a la que está llamado a obedecer el capital social con las normas internacionales de información financiera. En el caso español, dado que el cambio en el sistema contable a favor del criterio del valor razonable habilita al registro de beneficios y pérdidas pendientes de materializar, se ha solucionado este problema impidiendo la distribución de dividendos que traiga causa de los incrementos de patrimonio neto que resulten de los cambios de valoración de activos propiciados por la reforma contable. En efecto, el inciso segundo del artículo 273.2.I de la Ley de Sociedades de Capital establece que: «*los beneficios imputados directamente al patrimonio neto no podrán ser objeto de distribución, directa ni indirecta*». Con todo, la resolución de la Dirección General de Registros y del Notariado de 19.I.2013 (RJ 2013, 8263) indica que deben exceptuarse de esta prohibición los ingresos registrados en el patrimonio neto a causa de cambios en los criterios contable (entiéndase, los que tuvieron lugar en el cierre del ejercicio 2008, por ejemplo), subsanación de errores o modificaciones en las estimaciones contables. Asimismo, la propia resolución subraya que los ingresos asociados a los créditos fiscales pueden ser objeto de reparto, pues, si bien tienen carácter futuro o incierto, gozan de la suficiencia firmeza para permitir su reparto o aplicación a reservas.

⁶⁶³ En efecto, la responsabilidad solidaria por deudas *ex lege* del artículo 367 de la Ley de Sociedades de Capital no exige la acreditación del daño, del nexo causal o de la imputación causal (y ni siquiera opera como causa exculpatoria la concurrencia de culpas cuando las cuentas anuales depositadas en el Registro Mercantil reflejaban la situación de desbalance patrimonial).

de interés como el descrito⁶⁶⁴. La disolución obligatoria por pérdidas graves (que no el severo régimen de responsabilidad del art. 367 LSC) responde a un requerimiento expreso del artículo 19.1 de la Directiva 2012/30/UE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 25 de octubre de 2012.

Por el contrario, el derecho societario establece una mayor protección de los acreedores en el caso de la emisión de obligaciones. Un primer nivel de protección deriva de la exigencia de recabar el consentimiento del sindicato de obligacionistas ante acuerdos societarios susceptibles de disminuir la cifra de patrimonio neto (arts. 411 y 418.3 LSC); o de la adaptación de la relación de cambio ante ciertos acuerdos de aumento o reducción de capital social posteriores a la emisión de obligaciones convertibles (art. 418.2 LSC). En un segundo nivel, con cierta intervención en el gobierno corporativo de la sociedad, hay que situar las facultades del comisario de asistir (con voz, pero sin voto) a las sesiones de la junta general y, sobre todo, de requerir de la misma los informes que puedan interesar a la asamblea de obligacionistas (art. 421.4 LSC). El tercer nivel de protección reside en la facultad de intervención del comisario en el gobierno corporativo de la sociedad que incumple sus obligaciones de pago bajo los bonos durante un periodo de tiempo no inferior a seis meses (art. 428 LSC). Esta facultad permite proponer al consejo la «suspensión» de alguno de los administradores y convocar a la junta general para que pueda acordar su separación.

En cualquier caso, las protecciones que contempla el derecho societario suponen un nivel mínimo de protección (que, en el caso de los acreedores con menor poder de negociación, como los «involuntarios»⁶⁶⁵, también supone su única salvaguarda). Ahora bien, más allá de estas medidas protectoras que, en definitiva, permiten que los acreedores financien a sociedades de capital, el principal instrumento de tutela de los acreedores «voluntarios» debe ser el contrato.

⁶⁶⁴ En contra, recientemente, Gurrea, A. «El ineficiente diseño de la legislación concursal española: Una propuesta de reforma a partir de la experiencia comparada y de un análisis económico del Derecho concursal», *op. cit.*, *passim*.

⁶⁶⁵ Como recuerdan Allen, W., Kraakman, R. y Subramanian, G. *Commentaries and Cases on the Law of Business Organization*, Wolters Kluwer, cuarta edición, 2012, página 115, todos los *stakeholders* pueden ser acreedores de la sociedad.

4. La solución contractual al conflicto de interés entre socios y acreedores

4.1. Razones para dirimir la cuestión en el ámbito contractual

Más allá de este nivel de protección mínimo, no es achacable al derecho societario que no tome en consideración el conflicto de interés que puede tener lugar entre socios y acreedores en situaciones de insolvencia actual o inminente que transcurren al margen del concurso de acreedores. Es más, cualquier injerencia en el mismo es susceptible de generar perniciosas externalidades negativas en la seguridad del tráfico jurídico (cfr. arts. 164.1, 165.2, 172.2.1^o y 172 bis LC⁶⁶⁶).

La doctrina científica comparada ha señalado tres motivos para argumentar que el derecho societario positivo no ha de ofrecer una solución a este potencial conflicto de interés⁶⁶⁷. Al igual que la tutela desmesurada de los socios puede favorecer la sustitución de proyectos por otros más arriesgados a costa de sus acreedores («*risk of overinvestment*»)⁶⁶⁸, una protección excesiva a favor de los acreedores puede dar

⁶⁶⁶ Vid. *Infra* IX.

⁶⁶⁷ Kraakman, R. *et al*, *The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach*, *op. cit.*, páginas 118 y 119. «As creditors and firms frequently expend resources in writing covenants or agreeing upon security interests, one might ask whether corporate law could reduce these transaction costs. However, as we shall see, corporate law largely abjures from regulating transactions with creditors as such. This general reliance on contract, rather than legal provisions, calls for explanation. We believe three factors are particularly salient. First, there is a risk of overkill: having too many restrictions on the firm's behavior can be as harmful as too few. Just as shareholders have incentives to steer the firm to take too much risk, creditors have incentives to encourage it to take too little. The appropriate balance is likely to vary depending on the firm's business model, and so leaving its determination to contract, rather than the general law, allows it to be set with greater sensitivity. A second factor is that creditors' interests in the firm –their time and risk horizons– are likely to be much more heterogeneous than those of shareholders. As a result, the provision of standard-form "terms" to protect creditors may be at once over-protective of some creditors and under-protective for others. Thirds, the appropriate content of creditor-protective restrictions may change over time, making it necessary to renegotiate them. The ease of negotiation (and hence the appropriate initial tightness of the restrictions) will depend on the number and identity of the creditors. It is harder for many bondholders, for example, to renegotiate, than for a few bank lenders. Restrictions seeking to govern relations with all of a firm's creditors would create significant renegotiation problems unless they are set at a very lax level at the outset –so much so, that in most cases it would not be worth doing so at all».

⁶⁶⁸ Scott, R. «*The Truth About Secured Financing*», 82 *Cornell Law Review* 1436, páginas 1-32 (especialmente: páginas 13 y 14): «(d)ebt is, in many cases, an optimal means of financing new projects that add value to the firm. However, debt carries as well the potential conflict of risk alteration: there is an incentive for the firm's managers, who represent residual equity interests, to engage in higher-risk projects than they would if they bore the full share of the down-side risk of project failure. If the project succeeds, the equity interests capture all the gains, but if the project fails, the losses are shared with the debtholders. The debt cushion, in other words, can lead to excessively risky investments».

lugar a un problema reflejo de infra-inversión («*risk of underinvestment*»). Por otro lado, se ha señalado que los acreedores presentan intereses e incentivos mucho más dispersos que los que tienen los socios. Los socios, por defecto, esperan el mayor retorno posible de su inversión. Sin embargo, las diferencias entre los acreedores son palmarias (con o sin garantía, públicos o privados, trabajadores o proveedores, financieros o comerciales). Finalmente, las normas de derecho societario se establecen, naturalmente, con una vocación de permanencia y generalidad, mientras que las circunstancias de las situaciones donde puede surgir el conflicto de interés potencial al que se viene haciendo referencia son esencialmente variables.

Así, la labor de auto-tutela corresponde primordialmente a los acreedores atendiendo al nivel de diligencia que les es exigible. Y de ahí la estipulación *ex ante* de obligaciones de hacer o no hacer («*covenants*»⁶⁶⁹) y de causas de vencimiento anticipado («*events of default*»)⁶⁷⁰ en los contratos de financiación y los acuerdos de refinanciación⁶⁷¹. La constitución de derechos reales limitados de garantía también obedece a esta misma noción⁶⁷². Todos son mecanismos de «*creditor governance*» porque permiten intervenir frente a determinadas acciones perjudiciales para el interés social y, por tanto, para la recuperación del crédito. Esta solución contractual es beneficiosa para el interés social incluso antes de que se verifique el conflicto de interés. Limitar la discrecionalidad facilita la propia obtención de financiación ajena

⁶⁶⁹ Véase una clasificación pormenorizada de las clases de «*covenants*» en Gulati, M. y Trianti, G. «*Contracts Without Law: Sovereign Versus Corporate Debt*», 75 *University of Cincinnati Law Review*, páginas 977-984 (especialmente: páginas 979-980).

⁶⁷⁰ Las causas de vencimiento anticipado tienen su razón de ser en las obligaciones aplazadas o, por identidad de razón, en los contratos unilaterales, reales y de tracto único, como es el caso del préstamo (véase los arts. 1129 y 1753 CC). No es correcto por tanto referirse a las causas de vencimiento anticipado en el contexto de un contrato bilateral y sinalagmático, como es el de apertura de crédito. En este caso existen causas de incumplimiento resolutorio (art. 1124 CC). Otra cosa es que las partes puedan «bilateralizar» las causas legales de vencimiento anticipado establecidas en el artículo 1129 del Código Civil o incluso añadir otras al amparo del principio de la autonomía de la voluntad (art. 1255 CC). Ahora bien, deben ser auténticas causas de incumplimiento resolutorio que no dejen el cumplimiento del contrato al arbitrio de una de las partes ni resulten contrarias al principio de buena fe contractual (arts. 7.1, 1256 y 1258 CC). Véase, entre otras, las sentencias del Tribunal Supremo (sala primera) de 16.XII.2009 (RJ 2010, 702; ponente: Jesús Corbal) y 17.II.2011 (JUR 2011, 3316; ponente: Antonio Salas). En adelante se hará referencia exclusivamente a las causas de vencimiento anticipado en aras de una mayor concisión en la exposición. Asimismo, se utilizará el término «contrato de financiación» para hacer referencia de forma indistinta tanto al contrato de préstamo como al de apertura de crédito.

⁶⁷¹ Permítase realizar en este punto una referencia a Ara, C. «El contenido del acuerdo (I). Los acuerdos de refinanciación», en la obra colectiva *Los acuerdos de refinanciación y de reestructuración de empresas en crisis* (García-Cruces J.A., dir.), Barcelona, Bosch, 2013, páginas 119 a 152.

⁶⁷² Véase, por todos, Scott, R. «*The Truth About Secured Financing*», *op. cit.*, páginas 13-18.

y un menor tipo de interés⁶⁷³. Además, la prestación de garantías personales por los socios permite reducir costes de agencia al alinear sus incentivos con el interés social.

4.2. *La solución contractual desde una perspectiva de gobierno corporativo (I): las externalidades positivas de la labor de «monitoring»*

Los acreedores pueden ejecutar los mecanismos de «*creditor governance*» de dos modos. Por un lado, pueden declarar el vencimiento anticipado (o instar la resolución por incumplimiento) del contrato de financiación⁶⁷⁴. Sin embargo, esta solución de «salida» puede privarles de la rentabilidad potencial asociada a oportunidades de negocio futuras con el deudor. La pérdida de un activo requiere invertir recursos en la búsqueda de otros posibles deudores (con el consiguiente coste de oportunidad que ello conlleva). Además, la pérdida del beneficio del plazo (la exigibilidad inmediata de la obligación aplazada) puede incrementar el riesgo de insolvencia y fallido del crédito cuya tutela se pretende. Irónicamente, la continuidad de la actividad empresarial que permitiría repagar la deuda dependería en última instancia de las

⁶⁷³ Ahora bien, según se ha expuesto, una protección excesiva a favor de los acreedores puede dar lugar a un problema de infra-inversión («*risk of underinvestment*»), mientras que la tutela desmesurada de los socios puede favorecer la sustitución de proyectos por otros más arriesgados a costa de sus acreedores («*risk of overinvestment*»). Scott, R. «*The Truth About Secured Financing*», *op. cit.*, página 17. «*The risk alteration problem is tricky, however, because efforts to correct excessive investment may create the reverse problem of excessive conservatism. In short, a mechanism that works to align the incentives on the equity holders may cause an offsetting misalignment of the incentives of the debtholders. Once secured debt is issued, the effects of leverage may lead the creditor to be myopic in refusing to permit the firm to finance positive value projects. The debtholder, with a fixed return, has a perverse incentive to forbid the debtor from taking additional risks, even though the opportunities have positive value for the firm*». Aunque se trata de una cuestión empírica, parece evidente que existe una relación marginal de sustitución («*trade off*») entre ambos problemas, que alcanza su cénit en situaciones de insolvencia.

⁶⁷⁴ Véase Triantis, G. y Daniels, R. «*The Role of Debt in Interactive Corporate Governance*», *University of California Law Review*, vol. 83, 1995, páginas 1073-1113 (especialmente: páginas 1084 y 1085). «*To be an effective player in corporate governance, a bank must not only monitor the corporation, but it must also be able to act on the information it acquires. One action a lender can take is to exit. A lender has several means of exit from the corporate enterprise. It can limit its investment in the borrower by refusing to provide additional financing or to make future advances under existing credit facilities. It can also accelerate the maturity of the outstanding debt, refuse to renew existing debt, and, if necessary, enforce its matured claim against the borrower's assets. Bank exit creates a sense of urgency among management and the board of directors that motivates corrective action. The impact of bank exit upon management is a function of the amount of indebtedness to the bank and the abruptness of the bank's exit. To be effective, the consequences of exit must be strong enough to deter slack ex ante or to induce correction ex post, but not so devastating as to eliminate any opportunity for change. (...) Exit is more costly for stakeholders who have made significant relation-specific investments*».

quitas y esperas que debería soportar el acreedor⁶⁷⁵. La opción de «salida» puede trasladar al acreedor los costes de transacción relativos a la insolvencia del deudor.

Por otro lado, la declaración de vencimiento anticipado puede utilizarse como «amenaza» para intervenir en el gobierno corporativo de la empresa en crisis. Ésta sería la opción de «voz» o «intervención»⁶⁷⁶. La diligencia de los acreedores en el desempeño de esta labor de «*monitoring*» es de singular importancia para prevenir

⁶⁷⁵ Existiría un riesgo adicional si la causa de vencimiento anticipado pudiera dejar el cumplimiento del contrato al arbitrio de una de las partes, en la medida en que no constituyese un auténtico incumplimiento resolutorio (arts. 1124 y 1256 CC). O que se hubiera ejercitado la facultad de declarar la pérdida del beneficio del plazo con mala fe (arts. 7.1 y 1258 CC). Por ejemplo, el deudor podría seguir pagando a pesar de haber contraído una nueva financiación no consentida o haber sufrido el embargo de parte de sus bienes por la administración («*cross default*»). En este caso, de calificarse el concurso como culpable sobre esa causa, podría alegarse la complicidad del acreedor en la agravación de la insolvencia con culpa grave. Este riesgo entrañaría la pérdida de cualquier derecho frente a la masa, la obligación de restitución de las cantidades cobradas indebidamente y la obligación de indemnizar los daños y perjuicios causados a la masa (arts. 166 y 172.2.3º LC).

⁶⁷⁶ Triantis, G. y Daniels, R. «*The Role of Debt in Interactive Corporate Governance*», *op. cit.*, páginas 1087 y 1088. «*Instead, the bank may defer exit and use the threat of exit as a lever to intervene in the firm's decisions. The leverage confers considerable discretion on the bank in its exercise of voice. The bank's choice between exit and voice is based on a self-interested evaluation of the relative net benefits from each option. A bank that exits enjoys the benefit of a more certain recovery of its investment. However, it bears transaction and regulatory costs of exit, incurs search and transaction costs in entering into new lending arrangements, and may forgo the opportunity to finance a revitalized borrower in the future. In addition, bank management may be reluctant to abandon a sunk investment, even if a prospective cost-benefit calculation favors exit. On the other side of the ledger, the gains from voice are a function of the ability to influence management and thereby improve firm performance. In exercising its voice, the bank can draw on expertise and information acquired in the monitoring stage. (...) However, the relatively low cost of exit that makes the bank threat credible also reduces the bank's incentive to postpone exit and exercise voice. Therefore, the bank's self-interest may dictate exit even in circumstances where its voice would be a more effective governance tool in correcting managerial slack. Nevertheless, (...), the bank's exit has value in prompting the intervention of other constituencies who may have a positive impact on firm performance*».

y solucionar situaciones de insolvencia empresarial⁶⁷⁷, pues existen externalidades positivas en beneficio de los demás «*stakeholders*»⁶⁷⁸. Efectivamente, los mecanismos de «*creditor governance*» proporcionan a los acreedores profesionales información de primera mano⁶⁷⁹ sobre la situación económico-financiera del deudor. En el caso de los acreedores con garantía real, además de reducir el riesgo de

⁶⁷⁷ Desde la perspectiva de la «*interactive corporate governance theory*», el principal incentivo legal que existe para que los acreedores profesionales cumplan a tiempo con su labor delegada de gobierno corporativo reside en la posible reintegración concursal de los pagos preferenciales y en la imposibilidad de ejercitar acciones contra el deudor una vez declarado el concurso (cfr. arts. 71 LC). Véase, Triantis, G. y Daniels, R. «*The Role of Debt in Interactive Corporate Governance*», *op. cit.*, páginas 1094 y 1095. De *lege lata*, la acción de reintegración abarca en el derecho español de la insolvencia tanto supuestos de perjuicio objetivo a la masa activa, como de alteración del principio de la *par condicio creditorum* (cuando la sociedad ya es insolvente). Véase al respecto, entre otras, las sentencias del Tribunal Supremo (sala primera) de 12.IV.2012 (RJ 2012, 5900; ponente: Rafael Gimeno-Bayón) y 8.XI.2012 (RJ 2013, 901; ponente: Rafael Gimeno-Bayón). En el caso del *U.S. Bankruptcy Code*, la normativa sobre «*fraudulent transfers*» [secciones 544(b) -derecho estatal- y 548 -derecho federal-], encaminada a rescindir los actos perjudiciales para la masa activa (cuatro años en el caso del derecho estatal y dos en el del federal) –véase *Trenwick America Litigation Trust v. Ernst & Young L.L.P.*, 906 A.2d 168 (Del.Ch. 2006), 198 y 199–, se complementa con poder rescindir las denominadas «*voidable preferences*» (sección 547). Se afirma que este último tipo de actos constituyen «*opt-out behavior*», por cuanto favorecen a un determinado acreedor en relación con su expectativa de cobro en el procedimiento concursal. Un ejemplo de ello son los pagos realizados durante los noventa días anteriores al concurso (excepto en el caso de «*insiders*», en cuyo caso el periodo es de un año), siempre y cuando el deudor fuera insolvente en el momento de los pagos y, de forma similar a la excepción del artículo 71.5 de la Ley Concursal, no correspondan a la actividad ordinaria del deudor, que es uno de los denominados «*safe harbors*». Véase al respecto, Adler, B., Baird, D. y Jackson, T. *Bankruptcy. Cases, Problems, and Materials*, *op. cit.*, páginas 309 a 391. En el caso del Reino Unido, las secciones 238 y siguientes del 1986 *Insolvency Act*, relativas a las «*avoidance actions*», también diferencian las acciones dirigidas a atacar actos o negocios perjudiciales para la masa activa («*transactions at undervalue*»), de las que suponen pagos preferenciales contrarios al principio de paridad de trato («*preferences*»).

⁶⁷⁸ Triantis, G. y Daniels, R. «*The Role of Debt in Interactive Corporate Governance*», *op. cit.*, página 1090, indican que los acreedores profesionales actúan como agentes del resto de «*stakeholders*», ya que consiguen intervenir en la alineación de incentivos entre socios y administradores (siempre en el marco del conflicto de interés advertido). «*In the discussion thus far, we have argued that to the extent that lender monitoring exists and voice controls managerial slack, these actions benefit all stakeholders. However, in other respects, the interests of the bank and other stakeholders diverge. In the economic model of the corporation, financial agency problems exist because, as agents of their shareholders, managers have incentives to make decisions that transfer wealth from debtholders to shareholders. Indeed, the exit rights of debtholders deter this type of borrower misbehavior. To the extent that managers respond to bank influence, however, the bank is, in turn, an imperfect agent of the other stakeholders. Although it contributes to the correction of managerial slack, the bank also has incentives to use its considerable monitoring advantage and its leverage over firm decisions to enhance its position at the expense of other stakeholders*».

⁶⁷⁹ Triantis, G. y Daniels, R. «*The Role of Debt in Interactive Corporate Governance*», *op. cit.*, *passim*. Estos autores argumentan, por ejemplo, que el hecho de financiar a distintas empresas de un mismo sector les permite desarrollar sinergias (economías de alcance) respecto a la labor de «*monitoring*» y favorece que puedan detectar aquellas cuyo rendimiento se encuentra por debajo de la media del sector (página 1083). Asimismo, la facilitación de líneas de crédito renovables les permite contrastar que el estado de la situación económico-financiera del deudor. A todo ello habría que sumar las obligaciones de hacer consistentes en la facilitación periódica de información.

«*overinvestment*»⁶⁸⁰, existen potenciales economías de aprendizaje relativas a la especialización de los sectores a los que pertenecen los activos especialmente afectos al pago de la deuda⁶⁸¹. Por tanto, el resto de acreedores pueden resultar beneficiados de la implementación de estas herramientas de «*creditor governance*» si los acreedores profesionales («*adjusting creditors*») logran solucionar el problema de agencia⁶⁸², corrigiendo el excesivo alineamiento de intereses entre administradores y socios que carecen de un interés económico realizable⁶⁸³. Si, por el contrario, los acreedores profesionales procuran esencialmente un favorecimiento de su posición frente al resto de acreedores, estos pueden reaccionar solicitando la declaración de concurso necesario y promover, en su caso, la acción de reintegración.

4.3. *La solución contractual desde una perspectiva de gobierno corporativo (II): la información facilitada por la reacción de los acreedores profesionales al resto de «stakeholders»*

Además de reaccionar frente al problema de agencia (con la externalidad positiva que ello supone⁶⁸⁴), los mecanismos de «*creditor governance*» pueden favorecer al resto

⁶⁸⁰ Scott, R. «*The Truth About Secured Financing*», *op. cit.*, página 15: «(b) *and offering its assets as a hostage, the debtor invites the sanction of foreclosure should it breach the terms of the agreement*». El autor argumenta a continuación que la propia amenaza es lo que reduce el problema de agencia. Es más, pone de manifiesto que la garantía real es más eficiente que los «*covenants*» e «*events of default*», pues no se pueden prever todos los posible escenarios de implementación de los mecanismos de «*creditor governance*». En todo caso, se advierte (páginas 28 y 29), de los problemas redistributivos que generan las garantías reales respecto a todos los acreedores que no reaccionan ante su pérdida de prioridad en un eventual concurso (subiendo el tipo de interés, por ejemplo) -«*non-adjusting creditors*»-, lo que lleva a que el deudor no internalice estos costes de transacción. En derecho español esta solución no es tan plausible (piénsese, por ejemplo, en la ausencia de eficacia real de las prohibiciones de disponer sobre bienes hipotecados *ex art. 27 LH*).

⁶⁸¹ *Idem*, página 17.

⁶⁸² Otra cosa es que los acreedores profesionales ejerciten estos derechos en la práctica de forma diligente. Para un estudio empírico al respecto, permítase hacer una referencia a Ara, C. «*A first approach to creditor monitoring, the paradoxical missing lever of corporate governance in Spain*», *Revista de Estabilidad Financiera*, n^o 26, Banco de España.

⁶⁸³ Triantis, G. y Daniels, R. «*The Role of Debt in Interactive Corporate Governance*», *op. cit.*, página 1093. «*Default may be triggered by the borrower's failure to meet its payment obligations or by its violation of any other covenant in the debt contract. Current corporate scholarship explains covenants as a means of bonding the commitment of the firm to refrain from behavior that redistributes wealth from debtholders to shareholders or from investors as a group to managers. These covenants restrict actions such as shareholder distributions, issuance of senior or secured debt, and combinations with other corporations. If a loan agreement contains restrictive covenants and the lender diligently monitors compliance by the borrower, all investors benefit from the consequent deterrence of misbehavior*».

⁶⁸⁴ Así, por ejemplo, en el caso de una sociedad endeudada pero con accionariado disperso, el acreedor profesional puede llevar a cabo una labor mucho más efectiva desde una perspectiva de gobierno corporativo, que los minoritarios, en lo que al control del órgano de administración se refiere.

de «*stakeholders*» por un segundo motivo: la información facilitada a partir de la reacción al problema de agencia detectado. Desde la perspectiva de la teoría interactiva del gobierno corporativo⁶⁸⁵, los acreedores ocupan un papel privilegiado en la recepción de información de la sociedad para evaluar el desempeño de la labor de los administradores sociales⁶⁸⁶. Esta teoría se basa en que los acreedores financieros⁶⁸⁷ responden frente a la detección de problemas, terminando su relación con la sociedad (mediante el vencimiento anticipado: «*the exit option*») o interviniendo en el gobierno corporativo de la empresa («*the voice option*»). Cualquiera que sea la decisión adoptada, la información favorece a todos aquellos acreedores que, de otro modo, no estarían en disposición de advertir el problema de

⁶⁸⁵ Triantis, G. y Daniels, R. «*The Role of Debt in Interactive Corporate Governance*», *op. cit.*, *passim*.

⁶⁸⁶ Véase, entre la doctrina científica española, Navarro, M^a del Sagrario «Los *covenants*: ¿sustitución del régimen del capital social o modificación del Derecho concursal?», en la obra colectiva *La modernización del derecho de sociedades de capital en España. Cuestiones pendientes de reforma*, Tomo II, (Alonso Ledesma, C., Alonso Ureba, A. Esteban Velasco, G. dirs.), Aranzadi, Cizur Menor, 2011, páginas 355 a 376 (especialmente: páginas 356-357 y 364-365), donde se plantea la función a la que pueden obedecer los «*covenants*» como un sistema de alarma preconcursal. Aunque el ejercicio de estas funciones de gobierno corporativo se circunscribe a la labor que pueden desarrollar los acreedores profesionales («*adjusting creditors*»), ténganse en cuenta la denuncia que se ha venido realizando a la labor de los auditores por parte de la doctrina científica más autorizada. En este sentido, por todos, Fernández del Pozo, L. *Posibilidad y contenido de un derecho preconcursal. Auditoría y prevención de la crisis empresarial [art. 209.1.b) LSA]*, Barcelona, Marcial Pons, 2001 (en especial: páginas 119 y ss., y 147 y ss.). Sin embargo, este autor critica abiertamente la información de la que pueden disponer las entidades financieras a través de la central de riesgos del Banco de España. Aquí, no obstante, se hace únicamente referencia a las fuentes de información derivadas de obligaciones contractuales.

⁶⁸⁷ La teoría parte de que todos los «*stakeholders*» desempeñan una doble función de «*monitoring*» (recepción y proceso de información) y «*reaction*» (mecanismos de gobierno corporativo ante el problema de agencia detectado), de forma que la segunda puede dar lugar al ejercicio de las opciones de «voz» o de «salida». La principal ventaja de este sistema es que la emisión de las señales, fruto de la reacción, permite la actuación de los «*stakeholders*» que estén en disposición de solucionar el problema de agencia en beneficio del interés social. Véase Triantis, G. y Daniels, R. «*The Role of Debt in Interactive Corporate Governance*», *op. cit.*, páginas 1079 y 1080; y 1104 y 1105, donde exponente que: «(o)nce the ambit of a stakeholder's voice options is defined, the stakeholder uses a self-interested cost-benefit analysis to choose between exit and voice, and among voice options. Exit is usually the option that carries the most certainty; the value of voice, however, depends on the responsiveness of managers and their ability to effect change. This responsiveness, in turn, is a function of the quality of the information held by the actor, the boundaries of its voice options, and its expertise in choosing the most cost-effective configuration of voice (...). When exit is certain and cheap, a stakeholder is likely to prefer exit over voice (...). The exit or intervention of a stakeholder is prompted by information indicating an undesirable state of affairs. This information may be generated by the stakeholder's direct monitoring of the corporation or by a signal received from other stakeholders».

gobierno corporativo detectado y que podría dar lugar a la insolvencia inminente de la sociedad deudora⁶⁸⁸.

En definitiva, con esta intervención en el gobierno corporativo de la empresa en crisis los acreedores profesionales están en disposición de promover la continuidad de la actividad empresarial en beneficio de todos los «*stakeholders*». La solución contractual, además de tutelar el interés de los acreedores, puede ser importante desde el prisma del derecho de la insolvencia preventivo y de las soluciones convencionales y extrajudiciales a la insolvencia. Desde esta perspectiva, el concurso de acreedores sería el mecanismo residual al que acudirían los «*stakeholders*» para abordar el problema de agencia en que puede consistir la insolvencia ante el fracaso

⁶⁸⁸ Triantis, G. y Daniels, R. «*The Role of Debt in Interactive Corporate Governance*», *op. cit.*, página 1088. «*In sum, bank monitoring and reaction may correct managerial slack either directly, by precipitating a crisis in the boardroom and exercising voice, or indirectly, by exiting and providing a signal for the intervention of others*». En la página 1093 indican un ejemplo concreto de la información que puede proporcionar su salida al resto de «*stakeholders*»: «*(w)hile debt covenants are well understood as bonding mechanisms, they are much less appreciated for the role they play in triggering investor activism. They serve as trip wires for the lender's right to accelerate and enforce or to intervene in the borrower's decisions. The function is perhaps most apparent in covenants that impose financial ratio tests on borrowers and require periodic reporting. The covenants in bank loan agreements are usually designed to be tripped well before the borrower either misses a payment or becomes insolvent. Therefore, by being immediately notified of the borrower's financial difficulties, the lender has the opportunity to act well before the borrower becomes insolvent. If a lender exits, its action sends a signal that an event of default may have been triggered by either a payment default or a covenant violation. Consistent with the interactive nature of corporate governance, stakeholders who observe the signal are on notice that closer investigation of the firm's condition may be in order. Thus, depending on the lender's reaction, covenants are valuable in either triggering its intervention or in enhancing its exit signal*».

del resto de mecanismos de gobierno corporativo (tanto legales como convencionales)⁶⁸⁹.

Por tanto, la natural indiferencia del derecho de sociedades respecto al gobierno corporativo de la empresa en crisis no debe llevar a la incomprensión de la razón de ser de la solución contractual. Una cosa es que la estructura de gobierno del derecho societario no aborde el problema de agencia descrito y otra que la implementación de mecanismos de «*creditor governance*» pueda suponer un riesgo patrimonial para los propios acreedores. El riesgo es la potencial subsunción de esta conducta en la administración de hecho u oculta, instituciones que no toman en consideración el conflicto de interés entre socios y acreedores. La toma de razón de este conflicto de interés como causa y justificación de la intervención de los acreedores en el gobierno corporativo de la empresa en crisis es un presupuesto esencial para el desarrollo del derecho de la insolvencia paraconcursal.

Por otro lado, es necesario controlar los riesgos de fortalecimiento de la posición de los acreedores profesionales frente al resto («*squeeze-out risk*» o «*freeze-out*»

⁶⁸⁹ Triantis, G. y Daniels, R. «*The Role of Debt in Interactive Corporate Governance*», *op. cit.*, páginas 1102 y 1103: «*where there are severe conflicts of interest among stakeholders in a financially distressed firm, the bankruptcy process offers an alternative -albeit costly- mechanism, in which all constituencies may be represented and heard and the management of the firm continues under judicial oversight. Indeed, bankruptcy law should be seen as providing the means to correct managerial slack when the other mechanisms described in this Article have failed (...). In sum, it is well known that covenants in bank financing agreements, when properly monitored for compliance, deter managerial slack and borrower misbehavior. In addition, the monitoring bank detects evidence of slack or misbehavior when it does occur. If the bank exits or takes new security in the assets of the borrower, it provides a signal to the other stakeholders that prompts intervention. Bank intervention seems desirable in many cases because of the bank's significant stake in the borrower and its acquired information and expertise. To the extent that bank monitoring corrects managerial slack or borrower misbehavior, it benefits all investors. However, there are countervailing negative externalities stemming from the bank's ability to exercise its influence to work out a better (lower risk) deal for itself, rather than correct the problems with the borrower. The various legal mechanisms described above target flagrant instances of opportunistic use of bank voice and encourage the intervention of other, better-placed stakeholders. In the absence of such constituencies, the bankruptcy process offers a collective process of adjustment and reorganization under judicial oversight*». Añaden en la nota a pie 116 (página 1103) que: «*(t)hus, unlike the conventional view of bankruptcy as a process for resolving financial distress while preserving going concern value, bankruptcy responds to the signal of financial distress to redress slack and thereby enhance the firm's value.*

risk») ⁶⁹⁰ y de bloqueo en las inversiones con valor actual neto positivo («*risk of underinvestment*») ⁶⁹¹.

4.4. La solución contractual y el riesgo de la administración de hecho u oculta

4.4.1. Mecanismos de «creditor governance» y administración de hecho u oculta

Lo expuesto hasta ahora se compadece mal con el riesgo de que los acreedores puedan ser calificados como administradores de hecho («*de facto directors*») u ocultos («*shadow directors*») ⁶⁹² por el mero ejercicio de los derechos contractuales que negocian *ex ante* para prevenir el posible conflicto de interés que puede surgir *ex post*.

La doctrina científica ha establecido cuatro notas asociadas a la administración de hecho ⁶⁹³. La primera es que el administrador de hecho debe asumir el ejercicio efectivo de materias reservadas al órgano de administración de derecho. La segunda es que este ejercicio se debe llevar a cabo de modo continuado, reiterado y sistemático. En tercer lugar, se debe tratar de un ejercicio autónomo, libre e

⁶⁹⁰ Vid. *Infra* VIII. La legitimación para la solicitud de concurso necesario y la acción de reintegración constituyen dos ejemplos paradigmáticos.

⁶⁹¹ Lo expuesto hasta ahora se va a utilizar en el apartado siguiente para justificar lo inoportuno de la amenaza de la administración de hecho u oculta que pende en ocasiones (aunque cada vez menos) sobre los acreedores profesionales. Sin embargo, ante casos flagrantes y donde no pueda acudir al resto de mecanismos que se proponen en este trabajo, el método para desincentivar en última instancia este comportamiento consistiría en reservar la posibilidad residual de considerar al acreedor en cuestión como «*insider*» (cfr. arts. 92.5^o, 93.2.2^o, 97.2, 172.2.1^o y 172 *bis* LC, y 367 LSC). Véase, al respecto, Triantis, G. y Daniels, R. «*The Role of Debt in Interactive Corporate Governance*», *op. cit.*, páginas 1096-1099.

⁶⁹² El administrador de hecho («*de facto director*») sustituye a los administradores de derecho en la gestión de la sociedad, mientras que el oculto («*shadow director*») imparte instrucciones a los administradores de derecho (art. 236.3 LSC).

⁶⁹³ Véase, por todos, Fuentes Naharro, M. «Una aproximación al concepto de administrador de hecho y a la funcionalidad de la figura en los grupos de sociedades», en la obra colectiva *Gobierno corporativo y crisis empresariales. II Seminario Harvard-Complutense de Derecho Mercantil*, Marcial Pons, 2006, páginas 289-310 (especialmente: páginas 297 a 300). Véase, asimismo, Martínez Sanz, F. y Bartle, M. «Los administradores responsables», en la obra colectiva *La responsabilidad de los administradores de las sociedades mercantiles*, Valencia, Tirant lo Blanch, sexta edición, 2016, páginas 66 a 102 (especialmente: páginas 70 a 87).

independiente. En fin, el ejercicio debe contar por consiguiente con el respaldo de la sociedad (lo que incluye tanto a los socios como a los administradores de derecho)⁶⁹⁴.

La exigencia de la concurrencia de estos cuatro presupuestos se comprende desde la perspectiva de la evolución que ha descrito la figura de la administración de hecho⁶⁹⁵: «(l)a jurisprudencia más antigua adoptó, a fin de atender concretos problemas, la noción de administrador de hecho como administrador con cargo caducado, cuya actuación es necesaria o conveniente para la continuidad de la actividad social. Con posterioridad, los tribunales han optado por atribuir una funcionalidad bien distinta a esta noción, considerando al administrador de hecho como instrumento para extender la regla de responsabilidad de los administradores cuando se pretenda su elusión». El Derecho persigue a los administradores de derecho y a quienes, actuando como tales a todos los efectos, evitan tal consideración interponiendo un obstáculo (el órgano de administración formal) frente a eventuales acciones de responsabilidad (normalmente de terceros, pues el administrador de hecho «recibe el refrendo y es consentido por los socios o, al menos, por quien dispone de la mayoría de los votos»⁶⁹⁶). Se trata de un obstáculo meramente formal porque el administrador de hecho debe manifestarse como tal en el tráfico (de otro

⁶⁹⁴ La doctrina jurisprudencial de la sala primera del Tribunal Supremo es pacífica al respecto. Véase la sentencia de 22.VII.2015 (RJ 2015, 3512; ponente: Ignacio Sancho), con cita a la de 4.XII.2012 (RJ 2013, 2405; ponente: Rafael Gimeno-Bayón), fundamento de derecho decimosexto: «conforme a esta jurisprudencia, la noción de administrador de hecho presupone un elemento negativo (carecer de la designación formal de administrador, con independencia de que lo hubiera sido antes, o de que lo fuera después), y se configura en torno a tres elementos caracterizadores: i) debe desarrollar una actividad de gestión sobre materias propias del administrador de la sociedad; ii) esta actividad tiene que haberse realizado de forma sistemática y continuada, esto es, el ejercicio de la gestión ha de tener una intensidad cualitativa y cuantitativa; y iii) se ha de prestar de forma independiente, con poder autónomo de decisión, y con respaldo de la sociedad». Véase, asimismo, la sentencia del Tribunal Supremo (sala primera), de 8.IV.2016 (RJ 2016, 1232; ponente: Pedro José Vela), en cuyo fundamento de derecho segundo se transcribe la doctrina de la sala: «esta Sala ha declarado que lo son (administradores de hecho) “quienes, sin ostentar formalmente el nombramiento de administrador y demás requisitos exigibles, ejercen la función como si estuviesen legitimados prescindiendo de tales formalidades, pero no a quienes actúan regularmente por mandato de los administradores o como gestores de éstos, pues la característica del administrador de hecho no es la realización material de determinadas funciones, sino la actuación en la condición de administrador con inobservancia de las formalidades mínimas que la Ley o los estatutos exigen para adquirir tal condición” (sentencias 261/2007, de 14 de marzo (RJ 2007, 1793); 55/2008, de 8 de febrero; 79/2009, de 4 de febrero; 240/2009, de 14 de abril (RJ 2009, 2897); y 261/2007, de 14 de marzo). Es decir, cuando la actuación supone el ejercicio efectivo de funciones propias del órgano de administración de forma continuada y sin sujeción a otras directrices que las que derivan de su configuración como órgano de ejecución de los acuerdos adoptados por la junta general».

⁶⁹⁵ Véase, García-Cruces, J.A. «Administradores sociales y administradores de hecho», en la obra colectiva *Estudios de Derecho Mercantil en memoria del Profesor Aníbal Sánchez Andrés* (Sáen, J.C., Oleo, F. y Martínez, A. coord.), Cizur Menor, 2010, páginas 527 y ss. (especialmente: página 528), así como la doctrina científica, judicial y jurisprudencial citada allí.

⁶⁹⁶ *Idem*, página 531.

modo, no ejercería de forma continuada y autónoma las funciones que son propias del órgano de administración).

El administrador oculto, pese a tener idéntica capacidad de decisión autónoma y ejercerla de forma continuada, lo hace a través de un tercero (el órgano de administración formal guiado por las instrucciones de aquél en su calidad de mandatario). Se ha señalado que⁶⁹⁷ el «*administrador oculto encierra un caso de representación indirecta, en el que quien adopta las decisiones las hace valer con el concurso de un tercero y sin manifestarse en el tráfico como tal administrador*». Ahora bien, el hecho de que actúe a través de los administradores de derecho no es óbice para que deban reunirse, también en este caso, las notas propias de la administración de hecho. El administrador oculto asume el ejercicio efectivo de materias reservadas al órgano de administración de derecho (cuyo consentimiento no recaba) de modo continuado e independiente (mediante las instrucciones oportunas), por lo que debe contar con el respaldo de la sociedad (lo que incluye tanto a los socios como, necesariamente, a los administradores de derecho)⁶⁹⁸.

⁶⁹⁷ *Ibidem*, página 531.

⁶⁹⁸ La sentencia del Tribunal Supremo (sala primera), de 8.IV.2016 (RJ 2016, 1232; ponente: Pedro José Vela), fundamento de derecho segundo, niega que la SEPI reúna la condición de administrador de hecho, a pesar de su labor de supervisión: «*el proceso privatizador encomendado a la SEPI supone la adopción de medidas de estructuración y saneamiento, pero no conlleva la asunción de la gestión ordinaria de la actividad ni la dirección de su actividad, que sigue encomendada a sus órganos de administración, conforme a lo previsto en la legislación mercantil. Básicamente, la actividad de la SEPI consiste en establecer unas pautas de viabilidad y supervisar que las mismas se cumplen. Se trata de una actividad de control de los fondos públicos empeñados en la actividad administrativa propia de fomento ejercida por dicha sociedad estatal. A diferencia de la intervención administrativa, en que se suprime la capacidad decisoria de las empresas intervenidas, en la actividad de fomento se estimulan comportamientos empresariales con la finalidad de cumplir los objetivos de interés público general o general que establezcan los poderes públicos, pero no se asume la dirección orgánica y funcional de la empresa. De los propios hechos declarados probados en la instancia no se desprende que SEPI o COFIVACASA (...) hayan fijado la política financiera de la concursada, por ejemplo, mediante la participación en negociaciones o acuerdos con entidades de crédito, ni mediante el establecimiento de marcos de financiación. Tampoco consta que SEPI o COFIVACASA impartieran instrucciones sobre la contabilidad o sobre la formulación de las cuentas anuales; ni que hayan intervenido en la selección o gestión de clientes. En el caso concreto de las relaciones laborales, que fue donde más incidencia tuvo la aportación financiera de la SEPI, ya que se comprometió a abonar las garantías socio-laborales pactadas con los representantes de los trabajadores, tampoco consta que ni SEPI ni COFIVACASA intervinieran en la negociación de las relaciones laborales, ni que asumieran el papel de empleadores. (...) Tampoco consta que condicionaran sistemáticamente las decisiones de los órganos sociales (...). Por tanto, la sentencia recurrida confunde la actuación administrativa de tutela y supervisión del proyecto empresarial en el marco del proceso privatizador con la actuación de un administrador de hecho, sin que un agente privatizador que actúa conforme a la normativa administrativa en la materia pueda tener tal condición; puesto que ello supone también confundir la actuación administrativa propia de la actividad privatizadora con la figura administrativa de intervención de empresas, que aquí no se dio*».

Trasladando estas nociones al conflicto de interés que es objeto de estudio, los acreedores no sustituyen al órgano de administración en el desempeño del objeto social del deudor. Al contrario, los acreedores usan los mecanismos de «*creditor governance*» para tratar de intervenir en el gobierno corporativo de la empresa en crisis. Buscan evitar que los administradores se guíen únicamente por el interés de los socios, que puede diferir del interés social cuando el valor empresarial cae a una cifra inferior al pasivo exigible. Aunque los acreedores puedan aspirar a ello, carecen de independencia y continuidad para guiar al deudor en la adopción sus decisiones empresariales. Los acreedores profesionales recurren a la amenaza del ejercicio de estas previsiones contractuales porque los socios (y a través de ellos, los administradores) están incentivados para adoptar otro tipo de decisiones.

En cuanto a la «administración oculta», el órgano de administración de derecho no actúa como un mero «testaferro»⁶⁹⁹ de los acreedores profesionales. Si los administradores sociales llegan a actuar siguiendo instrucciones (*rectius*, imposiciones) de los acreedores, es obvio que la sociedad deudora se ve obligada contractualmente a dicha intervención. No concurre el requisito de la aquiescencia ni mucho menos el consentimiento expreso de la sociedad (ni de sus socios).

No obstante, un autorizado sector doctrinal⁷⁰⁰ ha prestado atención a la cuestión de la posible consideración de los acreedores profesionales como administradores de hecho u ocultos, analizando los supuestos de personas designadas por los acreedores para colaborar con el órgano de administración en la elaboración de un plan de viabilidad («*chief restructuring officer*» o «*steering committees*»)⁷⁰¹ o para asistir a

⁶⁹⁹ García-Cruces, J.A. «Administradores sociales y administradores de hecho», *op. cit.*, página 539, indica al respecto que: «*el administrador (oculto) no se manifiesta ad extra sino que, antes bien, actúa mediante el concurso de un tercero, normalmente insolvente, que formalmente está investido como administrador social pero cuya voluntad viene predeterminada por las decisiones de aquél*».

⁷⁰⁰ Véase, Pulgar, J. *Preconcurso y acuerdos de refinanciación*, Madrid, *La Ley*, 2012, páginas 606 a 621.

⁷⁰¹ García-Cruces, J.A. «Administradores sociales y administradores de hecho», *op. cit.*, páginas 540 y 541, haciendo referencia a un supuesto en el que la sentencia del Juzgado de lo Mercantil nº 1 de Cantabria, de 18 de octubre de 2006 (AC 2007, 1752), consideró que: «*no procede considerar como administrador de hecho a una sociedad que, en ejecución de un contrato de arrendamiento de servicios que le vincula con otra que se encuentra en dificultades, desarrolla las funciones de gestión, asesoramiento y consultaría para la búsqueda de un plan de viabilidad empresarial, máxime cuando no se ha constatado ninguna relación directa o indirecta con el accionariado de la gestionada y no se trata de una sociedad creada coincidiendo con el cambio en la estructura del órgano de administración de la beneficiaria de los servicios prestados*». Sin embargo, en las páginas 541 y 542 se cita la sentencia de la Audiencia Provincial de Palencia de 18 de noviembre de 1999 (AC 1999, 2352; ponente: Ángel Muñoz), conforme a la cual, se consideró como administrador de hecho «*a quien había sido autorizado para disponer de fondos de la sociedad y operar a través de las cuentas bancarias de titularidad social*».

sus sesiones («*board observer*»). Se ha señalado que «*no deja de ser una eventualidad que puede actualizarse*»⁷⁰². Otros autores han insistido, sin embargo, en que los mecanismos de «*corporate governance*» no facultan a los acreedores para gestionar la empresa, sino que pretenden limitar la libertad de actuación del órgano de administración⁷⁰³.

Entre la doctrina judicial, es conocido el caso «Aifos», resuelto por la sentencia del juzgado de lo mercantil número 1 de Málaga, de 7.IV.2011⁷⁰⁴. Se trata de un caso particular. En primer lugar, la subordinación del crédito trajo causa de dos motivos distintos: (i) la obstaculización reiterada en el cumplimiento de contratos con obligaciones recíprocas y sinalagmáticas pendientes de cumplimiento para ambas partes al tiempo de la declaración de concurso (art. 92.7º LC); y (ii) la consideración del acreedor como administrador de hecho (arts. 92.5º y 93.2.2º LC). En segundo lugar, la relación de hechos probados revela que el acreedor ejercitó diversos derechos contractuales, no tanto para intervenir en el gobierno corporativo del

⁷⁰²Pulgar, J. *Preconcurso y acuerdos de refinanciación*, op. cit., página 612. No obstante, en la página 615 se advierte que «*los elementos que doctrinal y jurisprudencialmente tipifican el concepto de administrador de hecho (...) van más allá de las meras instrucciones impartidas ocasionalmente por dichos comités en el marco de los referidos "covenants" en el marco de una refinanciación bancaria*». En la página 619, por su parte, se indica que: «*para sostener que la banca ha actuado como administradora de hecho en un proceso de refinanciación bancaria, ha de probarse que ha realizado un ejercicio de asunción reiterado y sistemático, no esporádico, de la actividad gestora del prestatario. Asimismo, esta asunción efectiva de la gestión ha de haber sido ejercida de manera pública y transparente, con consentimiento del prestatario, constituyendo esa tolerancia el nexo que permitiría imputar los actos del banco como presunto administrador de hecho al prestatario refinanciado*». Por último, en cuanto a la administración oculta, se establece (página 621) que de nuevo faltaría la concurrencia del «*elemento del ejercicio reiterado y sistemático no esporádico de la actividad gestora del prestatario*».

⁷⁰³Navarro, M^a del Sagrario «Los *covenants*: ¿sustitución del régimen del capital social o modificación del Derecho concursal?», op. cit., página 872. Sin embargo, en la página 873 indica que, bajo la concepción dualista del sistema de administración social, la labor supervisora de los acreedores financieros podría encuadrarse dentro de la administración de hecho u oculta. Finalmente, en la página 374 se apunta el posible incremento de este riesgo en caso de que los mecanismos de «*creditor governance*» den lugar al cambio de control sobre los activos sociales. Por su parte, Martínez Sanz, F. «Ámbito subjetivo de la calificación: administradores de derecho y de hecho», en la obra colectiva *La calificación del concurso y la responsabilidad por insolvencia. V Congreso Español de Derecho de la Insolvencia. IX Congreso del Instituto Iberoamericano de Derecho Concursal, Cizur Menor, Aranzadi, 2013*, cita la entrada del blog del profesor Alfaro, de 19.IV.2012, escrita junto con el profesor Garcimartín «Sobre administradores de hecho y subordinación de créditos ex arts. 92 y 93 LC» (<http://derechomercantilespana.blogspot.com.es/2012/04/sobre-administradores-de-hecho-y.html>): «*en relación con los acreedores, es elemental que estos traten de proteger su crédito atribuyéndose facultades de intervención en la compañía deudora cuando ésta incumple alguna de las cláusulas del contrato de crédito y, por lo tanto, aumenta el riesgo de que el crédito sea impagado. En consecuencia, no puede aplicarse más que en casos extremos la doctrina del administrador de hecho a los acreedores (el acreedor "toma el mando" de la sociedad deudora y da órdenes a los administradores de derecho). Pero fuera de estos casos, su injerencia en los asuntos sociales está legitimada por su posición de acreedor y el incumplimiento del contrato de crédito por parte de la sociedad*».

⁷⁰⁴ Ponente: Alfredo Elías (AC 2011, 1917).

deudor⁷⁰⁵, sino para ver satisfechos parte de sus créditos impagados⁷⁰⁶. En el fundamento de derecho cuarto se establece que el acreedor actuó como administrador de hecho. «*Resulta que la entidad (...) comenzó a actuar (...) como si de un administrador de la sociedad se tratara, esto es: modificando créditos, cancelándolos, ampliando garantías, decidiendo qué obras se concluían frente a otras, a quién se abonaban las partidas (certificaciones de obras) o a qué proveedores se abonaba su importe (...)*». Pues bien, en el marco de la concesión de crédito subsiguiente al incumplimiento del deudor, es natural que el acreedor limite o condicione el otorgamiento de nuevos fondos (sin perjuicio de que estas decisiones puedan, en su caso, someterse a un juicio de reintegración *ex art. 71 LC*). A lo sumo, podría llegar a plantear dudas la decisión de destinar la financiación a determinados proyectos inmobiliarios. Con todo, es evidente que en este caso no concurría el requisito de la aquiescencia porque el acreedor pretendía limitar la disposición de los nuevos fondos comprometidos a proyectos susceptibles de generar valor empresarial (de modo que su inversión no fuera «a fondo perdido»)⁷⁰⁷.

⁷⁰⁵ Sin embargo, el acreedor alegó en la contestación a la demanda (página 12), que: «*con respecto a dicho contrato de préstamo, en absoluto puede afirmarse que ha habido un incumplimiento de las obligaciones que le competen, dado que se excedió en el cumplimiento de sus obligaciones, con el objeto de favorecer la viabilidad de la compañía y el buen fin del proyecto financiado, al haber entregado capital del préstamo sin tener obligación de ello, con el único objeto de que cobrasen los proveedores de la obra, para que ésta finalizara y pudieran venderse las viviendas a los compradores*».

⁷⁰⁶ En realidad, la relación circunstanciada de hechos parece más típica de un juicio rescisorio (cfr. art. 71 LC). En síntesis, la principal alegación consistía en que el acreedor había dispuesto de parte de los fondos otorgados en virtud de un nuevo préstamo para amortizar créditos preexistentes que eran líquidos, vencidos y exigibles (es reseñable que se declararon vencidos anticipadamente ciertos créditos ante el incumplimiento de otros, que no derivaban del mismo contrato). El acreedor ejerció la facultad de compensación que habían pactado las partes. No obstante, también se alegaba que el acreedor, con base en esos mismos derechos contractuales, pudo «controlar» la gestión de caja de la sociedad deudora, autorizando únicamente aquellos pagos que se consideraban necesarios para la mejor consecución del objeto social (véase la nota a pie anterior).

⁷⁰⁷ Martínez Sanz, F. «Ámbito subjetivo de la calificación: administradores de derecho y de hecho», *op. cit.*, critica esta resolución indicando que: «*(o)bsérvese cómo, en realidad, lo que está poniendo de manifiesto la sentencia es que la entidad financiera se había reservado ciertas cautelas en las escrituras de préstamos hipotecario y promotor que firmó con la promotora (aplicando la prevención lógica del «caveat») y que pudo tener una cierta posición de fuerza (aunque frente a AYFOS parece difícil invocar la protección de los consumidores). Y que, precisamente porque no se fiaba, y para tutelar su posición, se dotó en el contrato (ex art. 1255 CC) de los medios que estimó oportunos (y a los que, por cierto, dio su conformidad la promotora), lo cual era lógico, si se tiene en cuenta que era su dinero el que se jugaba. (...). En suma, la sentencia resulta, a mi juicio, muy criticable desde muchos puntos de vista. No debe extrañar, por tanto, que la posterior sentencia del mismo juzgado (pero distinto juez) de fecha 3 de noviembre de 2011, ante un supuesto que presumiblemente fuera similar (aunque con entidad financiera distinta) desestime la demanda*».

Otro caso es el de «Mag Import», resuelto por el Juzgado de lo Mercantil número 5 de Madrid, por medio de la sentencia de 3.VI.2014⁷⁰⁸. El deudor pidió la subordinación del crédito de un sindicato de bancos y de otras entidades financieras ex artículos 92.5º y 93.2.2º de la Ley Concursal. La *causa petendi* era la obligación a cargo del deudor de satisfacer los honorarios de los abogados de los acreedores y la supervisión realizada por el banco agente en materia de pagos, prohibición de reparto de dividendos y amortización anticipada obligatoria («*cash sweep*»). Pues bien, el juez desestima la demanda, en la medida en que (fundamento de derecho primero) *«el papel que han desempeñado las entidades financieras no ha sido un papel de dirección y desarrollo de la actividad empresarial de la concursada (tenencia de acciones para ostentar el control en otras sociedades), sino el de supervisar y exigir el cumplimiento del contrato de financiación suscrito, eso sí, en defensa de sus intereses legítimos (...). Por lo tanto, observamos que las directrices que realiza el banco agente (y las entidades prestamistas), no inciden en la actividad empresarial de la concursada, sino que lleva a cabo una supervisión del cumplimiento del contrato de préstamo, para que se produzca la devolución de la cantidad adeudada, y por ello en los gastos o actuaciones que realiza la concursada, desde un punto de vista de disposición de dinero, les indican que pueden comprometer la devolución del préstamo. Pero no observamos una incidencia de forma significativa en la actividad de la concursada, en la medida que no consta que esas observaciones estén destinadas a incidir o influir de forma decisiva en las actuaciones que realiza la concursada en el desarrollo de su actividad; es decir, las demandadas no le indican qué actos de gestión, dirección y desarrollo de la actividad empresarial de la concursada puede hacer, sólo supervisan que determinados gastos no incidan en la devolución del préstamo dado en su día. Por ello, al no constar que haya una intervención habitual en la gestión de la sociedad, ni siquiera una influencia decisiva en las decisiones que atañen a la actividad de la concursada o que constriñan su actuación empresarial en un determinado sentido, se debe rechazar la demanda»*⁷⁰⁹. Pese a lo acertado del fallo, cabe señalar que no concurriría el requisito del consentimiento (expreso o tácito) de la sociedad a la existencia de un administrador de hecho u oculto. Es un claro ejemplo de que la supervisión se hace

⁷⁰⁸ (AC 2014, 1430); ponente: Javier Jesús García Marrero.

⁷⁰⁹ Por otro lado, como recuerda la sentencia en el fundamento de derecho primero, con base en la sentencia de la Audiencia Provincial de Barcelona (sección 15ª) de 8.I.2009 (AC 2009, 1180; ponente: Luis Garrido), *«estamos ante un supuesto que ha de ser objeto de interpretación restrictiva, en la medida en que se trata de una excepción en materia de clasificación de créditos y a la vista de la finalidad perseguida por la norma (sancionadora)»*.

para limitar las facultades del deudor en la administración y gestión sobre su patrimonio debido al conflicto de interés advertido.

El caso «Campo Solar»⁷¹⁰ ofrece otro ejemplo de la improcedencia de calificar como administrador de hecho u oculto a los acreedores que actúan conforme a las facultades que se han hecho otorgar diligentemente en los contratos de financiación. El juzgador reconoce (fundamento de derecho segundo) que «*en el caso, el contrato de financiación impone a la demandada un férreo control (...)*». No obstante, toma buena nota de que el ochenta por ciento de la inversión en determinado «*project finance*» corrió a cargo del acreedor, por lo que afirma que «*todo ello conlleva lógicamente que los órganos de administración de las concursadas se vieran seriamente constreñidos en el ejercicio de sus funciones de administración, lo que en modo alguno implica que tales funciones se hayan transferido a la acreditante*». Y concluye que los actos realizados en ejercicio de los derechos contractuales «*no implica en modo alguno la asunción de funciones de administración de las concursadas, sino meros actos del acreedor tendentes a proteger sus intereses (...) lo que concilia mal con la idea de que era (...) quien decidía en la sombra*»⁷¹¹.

En el reciente caso «Abengoa»⁷¹² también se aplicaron restrictivamente los requisitos para considerar a un acreedor como administrador de hecho u oculto: «*lo relevante para determinar si una entidad actúa como administrador de hecho de otra, desde un punto de vista positivo, radica en acreditar que aquélla suplanta al órgano de administración de ésta, decidiendo por ella y actuando con plena independencia y autonomía sobre la gestión de la sociedad administrada de hecho (...). En efecto, las entidades bancarias pueden influir, inducir o, incluso, presionar a un tercero para que actúe de un modo u otro, pero tales circunstancias no son sino evidencias de la dualidad de posiciones. Existe quien pide y existe quien decide acceder o no a lo pedido. En cambio, cuando se produce la administración de hecho, no se pide, sino que se actúa; es decir, el administrador de hecho no pretende una determinada actuación de la sociedad, sino que la gobierna con autonomía e independencia plena (...). Y es que el hecho de que un tercero pueda exigir determinados comportamientos*

⁷¹⁰ Sentencia del Juzgado de Primera Instancia e Instrucción número 2 de Zamora (funciones mercantiles), de 15.I.2016 (núm. 18/2016; ponente: Manuel García Sanz).

⁷¹¹ En fin, la sentencia del Tribunal Supremo (sala primera), de 8.IV.2016 (RJ 2016, 1232; ponente: Pedro José Vela), fundamento de derecho segundo, señala, *obiter dicta*, la tendencia legislativa «*en no subordinar los créditos de las entidades financieras que contribuyen a la refinanciación de los deudores en riesgo de insolvencia*».

⁷¹² Véase la sentencia de 24.X.2016 del Juzgado de lo Mercantil número 2 de Sevilla (núm. 507/2016; ponente: Pedro Márquez).

a una sociedad para, a su vez, realizar estas actuaciones concretas (en este caso, conceder una nueva financiación), no puede equipararse a la sustitución del órgano de administración, pues éste es competente para decidir si acepta o no las condiciones que se le exigen y sin que este condicionamiento externo equivalga a la supresión de voluntad del órgano. Lo contrario determinaría, por ejemplo, que ante situaciones de dificultad de una empresa, pudieran considerarse administradores de hecho a los proveedores de la misma que le exigen el pago de lo adeudado para poder seguir con el suministro, lo que, a todas luces, no resulta lógico ni pretendido por el legislador. Finalmente, cabe apuntar que algunos de los hechos sobre los que se apoya la consideración de administradores de hecho de las entidades bancarias, ni tan siquiera constituyen funciones propias del órgano de administración sino de la junta general, como sucede con el nombramiento de administradores o la ampliación de capital, por lo que la incidencia sobre estas realidades no puede suponer ejercicio de las funciones propias de la administración societaria».

En síntesis, los mecanismos de «*creditor governance*» no deberían bastar para considerar a los acreedores profesionales como administradores ocultos ni mucho menos como administradores de hecho. Por hipótesis, estos mecanismos se prevén *ex ante* para paliar el potencial conflicto de interés entre socios y acreedores, sobre la base de una perfecta alineación de incentivos entre los socios y el órgano de administración. Por tanto, el ejercicio de los mecanismos de «*creditor governance*» no habilita a estos acreedores a impartir instrucciones a los administradores sociales para que actúen por su cuenta. Por el contrario, el objetivo es evitar actuaciones que, en escenarios de insolvencia empresarial como el planteado, puedan beneficiar a los socios en detrimento del interés social (y, por tanto, de los acreedores)⁷⁴³. El requisito de la aquiescencia del órgano de administración difícilmente concurrirá atendiendo a la consideración de este conflicto de interés como un problema de gobierno corporativo, susceptible de provocar una lucha por el control de los activos.

⁷⁴³ Pueden resultar dudosas las situaciones donde se abre una cuenta bancaria mancomunada y una de las firmas corresponde a un acreedor. En puridad, ese acreedor debe autorizar todos los pagos de la sociedad deudora, lo que puede exceder de los mecanismos de «*creditor governance*». Ante tales situaciones, es recomendable que se establezca una cuantía mínima o que se haya producido un incumplimiento bajo el contrato de financiación para requerir la autorización del acreedor. Es decir, debe acreditarse que la limitación obedece a la tutela del crédito en un escenario donde los socios pueden estar incentivados a distraer fondos de la sociedad. Con todo, repárese en que la sentencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea de 10.XI.2016 afirma que «*es imprescindible que el objeto de la garantía financiera obre en poder o esté bajo el control del beneficiario. En caso de que el garante pueda continuar disponiendo del objeto de la garantía, ésta no quedaría válidamente prestada en los términos de la Directiva 47/2002*».

Ahora bien, no se puede descartar que en situaciones patológicas pudieran reunirse los presupuestos para justificar la calificación de los acreedores profesionales como administradores de hecho u ocultos⁷¹⁴. Sin embargo, estos presupuestos no concurrirán en la inmensa mayoría de las operaciones que copan los medios, sino en supuestos verdaderamente excepcionales⁷¹⁵.

4.4.2. El riesgo de administración de hecho u oculta en el marco de las negociaciones de un acuerdo de refinanciación

Los acuerdos de refinanciación son una solución convencional a la insolvencia al margen del concurso que facilita la continuidad de la actividad empresarial a corto y medio plazo. Como es natural en una negociación, todas las partes implicadas ceden para alcanzar dicho acuerdo. Los acreedores conceden quitas o esperas (o incluso extienden nuevos fondos) si esperan recuperar así un mayor porcentaje de su crédito que si la empresa acabara siendo liquidada en concurso. El deudor, en contraprestación, cede parte del control sobre determinadas decisiones empresariales a partir de la inclusión en los contratos de los oportunos mecanismos de «*creditor governance*» (por ejemplo, desinvertir en ramas de negocio no pertenecientes al «*core business*» para reducir el nivel de endeudamiento). Lo mismo cabe decir de los socios. Si no hay un cambio de control mediante la capitalización de los créditos, los acreedores pueden obtener el derecho a participar de los fondos obtenidos por la venta de determinados activos del deudor (amortización anticipada obligatoria) y de la venta de las acciones o participaciones de la sociedad reestructurada («*anti-embarrassment clauses*»). Por otro lado, si no se alcanzan los hitos previstos en la refinanciación, se pactan los mecanismos contractuales correspondientes para facilitar la enajenación de determinados activos o unidades de negocio deficitarias, previendo que el precio se destinará total o parcialmente a la amortización anticipada del contrato de financiación correspondiente. Desde la perspectiva del conflicto de interés «horizontal» entre acreedores⁷¹⁶, también son habituales los pactos de prelación crediticia singular a favor de los que conceden

⁷¹⁴ Uno de los aspectos analizados por la doctrina científica en el derecho comparado es la posible subsunción de la conducta de los acreedores en el ilícito concurrencial de la inducción a la infracción contractual (art. 14 LCD). Véase, al respecto, Triantis, G. y Daniels, R. «*The Role of Debt in Interactive Corporate Governance*», *op. cit.*, páginas 1096-1099.

⁷¹⁵ En sentido similar, véase Mercadal, F. «El acreedor financiero como administrador de hecho. Especial referencia a los *covenants*», Anuario de Derecho Concursal, número 36; y Paz-Ares, C. «Anatomía del deber de lealtad», *op. cit.*, página 59.

⁷¹⁶ *Vid. Supra* I.1.2 e *Infra* VI.4.

nuevos fondos, así como el otorgamiento de garantías reales para la seguridad del «*fresh money*».

Si el acuerdo es posible, todas las partes prefieren un acuerdo de refinanciación a un convenio concursal (no sólo por los costes del propio concurso, sino, también, por sus externalidades negativas, en términos reputacionales, de deterioro del fondo de comercio, de fuga de talento, etc.). En consecuencia, las negociaciones no deberían llevar aparejado el riesgo de calificación de los acreedores profesionales como administradores de hecho u ocultos. No concurren los requisitos de sustitución y aquiescencia de la sociedad. El riesgo de una interpretación generosa de los conceptos de administración de hecho u oculta puede desincentivar la conclusión de acuerdos de refinanciación como soluciones alternativas al concurso para solucionar las situaciones de insolvencia empresarial⁷¹⁷.

4.4.3. La protección de los acreedores con menor poder de negociación en los acuerdos de refinanciación

La protección de los acreedores con menor poder de negociación no reside en la institución de la administración de hecho u oculta (como mecanismo de subordinación del crédito del «acreedor de control» o incluso para exigirle responsabilidad). En realidad, la tutela del «acreedor minoritario» no debería guardar relación con el régimen de responsabilidad de administradores⁷¹⁸ (más allá del deber de cuidado exigible a todo operador *ex art. 1902 CC*). El remedio es la legitimación para solicitar la declaración de concurso necesario. El concurso de acreedores está regido por unas reglas imperativas de prelación de pagos que operan conforme al principio de la *par condicio creditorum*. Este procedimiento permite que los acreedores sometan a supervisión judicial la solución que se alcance para remover la situación de insolvencia. A la legitimación para solicitar la declaración de concurso necesario y el juicio de reintegración cabe añadir el establecimiento del «*best-interests test*» y la suspensión del derecho de voto (o el «*entire fairness test*») en casos de conflicto de interés. Todas estas medidas obedecen a la protección de los acreedores con menor poder de negociación, al margen de la (por lo general)

⁷¹⁷ Véase, en este sentido, Kraakman, R. *et al*, *The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach*, *op. cit.*, página 142: «(t)here is a real risk, however, of over-deterrence: banks may be shy of entering into workout arrangements with failing companies for fear of such liability, even though courts rarely impose liability when banks merely attempt to protect their loans».

⁷¹⁸ El ejercicio de la conocida como «acción individual» por los acreedores puede resultar perniciosa desde una perspectiva de gobierno corporativo (*Vid. Supra* III.6.7).

cuestionable consideración de los acreedores profesionales como administradores de hecho u ocultos (*Vid. Infra VIII.2*).

4.4.4. La reforma operada por la Ley 17/2014

La Ley 17/2014, de 30 de septiembre, por la que se adoptan medidas urgentes en materia de refinanciación y reestructuración de deuda empresarial (BOE de 1 de octubre), se ha limitado a establecer lo que es evidente: quien persiga la calificación de los acreedores profesionales como administradores de hecho u ocultos soporta la carga de la prueba (art. 217.2 LEC). El artículo 93.2.2º de la Ley Concursal establece que: «(s)alvo prueba en contrario, no tendrán la consideración de administradores de hecho los acreedores que hayan suscrito el acuerdo de refinanciación previsto por el artículo 71 bis o la Disposición adicional cuarta, por las obligaciones que asuma el deudor en relación con el plan de viabilidad»⁷¹⁹.

No debería haberse limitado el ámbito de aplicación material de esta norma a los acuerdos de refinanciación señalados porque, como es bien sabido⁷²⁰, la tipología contractual contempla otros perfectamente hábiles para solucionar la situación de insolvencia, que no son susceptibles de subsunción en el artículo 71 bis o la disposición adicional cuarta de la Ley Concursal. Los efectos de la interpretación de esta norma a contrario pueden resultar acaso perniciosos para la seguridad jurídica para los acreedores que sean parte de esos acuerdos de refinanciación «atípicos»⁷²¹.

⁷¹⁹ Véase Díaz Moreno, A. «Los efectos de los acuerdos de refinanciación en un posterior concurso: la clasificación de los créditos», Anuario de Derecho Concursal, número 33, páginas 167 a 181 (especialmente: páginas 177 a 179): «lo único que parece desprenderse razonablemente de la nueva regla es que la mera asunción por el deudor de ciertas obligaciones en el marco de un plan de viabilidad no puede ser considerada, por sí misma (es decir, al margen de otras consideraciones y a falta de otras pruebas), como evidencia de la presencia de un administrador de hecho. Lo cual, por otra parte, es lo que probablemente sucedería aunque tal norma no existiera». Por su parte, García-Cruces, J.A. «Los efectos de los acuerdos de refinanciación en el concurso consecutivo: la calificación», Anuario de Derecho Concursal, número 33, páginas 181 a 203 (especialmente: páginas 183 a 185), critica que la norma limite su efectos a «las obligaciones que asuma el deudor en relación con el plan de viabilidad», lo que unido a que se establezca que la mera firma del acuerdo no permite calificar al acreedor como administrador de hecho (salvo que se acredite lo contrario), lleva al autor a la conclusión de que se trata de una norma vacía de contenido.

⁷²⁰ Al respecto, véase la sentencia de la sala primera del Tribunal Supremo, de 9.VII.2014 (RJ 2014, 3618; ponente: Sebastián Sastre). Véase también Valencia, F. «La tipología de los acuerdos de refinanciación», Anuario de Derecho Concursal, número 33, páginas 65 a 72 y Ara, C. «Are The New Legally Enhanced Workouts that “Fancy”?», InDret 3/2014.

⁷²¹ Véase Díaz Moreno, A. «Los efectos de los acuerdos de refinanciación en un posterior concurso: la clasificación de los créditos», *op. cit.*, página 179.

4.4.5. El riesgo de administración de hecho u oculta en relación con las «liquidaciones ordenadas» de sociedades insolventes

Hay que diferenciar la lucha por el control del gobierno corporativo de la empresa en crisis de las liquidaciones ordenadas realizadas al margen del derecho societario o concursal. Por «liquidación ordenada» hay que pensar, por lo general, en «situaciones patológicas». Un ejemplo sería una sociedad titular de una empresa inviable económica y financieramente cuyo órgano de administración (de derecho o de hecho) habría estado evitando cualquier intervención judicial, por mínima que fuera, por motivos espurios. Si, siguiendo con el ejemplo, esta sociedad procediera a dar activos en pago de determinados acreedores y a tratar de realizar el resto para pagar con el producto a otros, los acreedores que resulten perjudicados, en el sentido de no haber visto satisfecho siquiera parcialmente su crédito, estarían desde luego en situación de ejercitar las acciones de responsabilidad correspondientes (arts. 241 y 367 LSC). Si se acreditara, además, que el plan de liquidación ordenado había sido orquestado por los acreedores que no veían perjudicada su posición (o en mucha menor medida que los que tenían menor poder de negociación), no es descartable que, en este caso, pudiera llegar a someterse la actuación de aquellos al tamiz de la administración de hecho u oculta.

Mientras la tutela de los acreedores con menor poder de negociación en el marco de un acuerdo de refinanciación no debería relacionarse con la administración de hecho u oculta, el ámbito de aplicación natural (en sede de insolvencia empresarial) de esta institución son las «liquidaciones ordenadas» en perjuicio del resto de acreedores.

4.4.6. El caso del «*board observer*»

Por lo general, los acreedores no disponen de acceso a las actas de las sesiones del consejo de administración. Para acceder a esta información de primera mano, y con ello asegurarse que la realizabilidad de su derecho de crédito no se pone en peligro, los acreedores están en ocasiones interesados en poder designar a un consejero. Para evitar la subordinación de sus derechos de crédito (art. 93.2.2º LC), lo habitual en la práctica es que se nombre como consejero a un trabajador del acreedor (normalmente el agente del sindicato). Se ha cuestionado si, en este caso, hay riesgo de calificación del acreedor como administrador de hecho u oculto.

Como los administradores deben diligencia y lealtad a la sociedad (y no a quienes los designan), la mera posibilidad de designar a un consejero no debería dar lugar a la

consideración del acreedor como administrador de hecho u oculto. No cabe en este caso la administración de hecho dado que hay un consejo de administración en perfecto funcionamiento⁷²². Y la mera designación tampoco debería ser suficiente para considerar al acreedor como administrador oculto, pues para ello debería acreditarse la impartición de instrucciones del banco a su trabajador⁷²³ (o a otra sociedad de su grupo). Con todo, no puede desconocerse el riesgo (i) de fraude de ley –art. 6.4 CC–; (ii) de la aplicación de la carga de la prueba atendiendo a la facilidad probatoria –art. 217.7 LEC–; o (iii) de la aplicación de una presunción judicial una vez acreditado que el consejero es trabajador por cuenta ajena del banco y que el cargo no es retribuido –art. 386 LEC–. Ahora bien, un consejero difícilmente tendrá capacidad de influencia en el órgano de administración cuando no disponga de capacidad de bloqueo ni de adopción de acuerdos⁷²⁴, si bien es cierto que este criterio resulta indiferente a los efectos del artículo 93.2.2º de la Ley Concursal. Por último, conviene recordar que la asistencia de un acreedor (o de su representante) a las sesiones de un órgano de la sociedad deudora no es una cuestión extraña en nuestro derecho, pues se trata de una facultad que se reconoce expresamente a favor del comisario de un sindicato de obligacionistas (art. 421.4 LSC), sin que se haya planteado a raíz de ello riesgo alguno de administración oculta.

5. La transición de la estructura de gobierno corporativo societaria a la concursal: los «mecanismos de creditor governance»

La estructura de gobierno corporativo del derecho de sociedades parte, naturalmente, de que la condición de «*residual claimants*» recae sobre los socios. Sin perjuicio de la tutela de los acreedores en materia de modificaciones estructurales, reducción del capital mediante restitución de aportaciones, separación, etc., la Ley de Sociedades de Capital no contempla mecanismos para conjurar el conflicto de interés (y eventual problema de agencia) que se cierne sobre las sociedades en crisis cuando los socios están «*out of the money*» (con la excepción de los arts. 74.2, 240 y 428 LSC). Por otro lado, es lugar común que la función primordial del procedimiento concursal es

⁷²² Véase la sentencia de la Audiencia Provincial de Madrid (sección 28ª) de 8.IV.2013 (AC 2013, 1431; ponente: Alberto Arribas).

⁷²³ Véase la sentencia de la Audiencia Provincial de Madrid (sección 28ª) de 23.XII.2016 (núm. 148/2015; ponente: Ángel Galgo), que resuelve que, en un caso donde el trabajador del banco era uno de entre trece consejeros, no cabía considerar al banco como administrador oculto (tampoco había quedado acreditada la impartición de instrucciones). En cuanto al riesgo de fraude de ley, se indica que no concurre al haberse designado al trabajador con anterioridad al período sospechoso de dos años.

⁷²⁴ *Idem*.

atender al interés de los acreedores, si bien, en derecho español la declaración de concurso no comporta un cambio tan acusado en el gobierno corporativo de la empresa en crisis⁷²⁵. Naturalmente, existen estadios intermedios entre la estructura de gobierno corporativo de la Ley de Sociedades de Capital y el procedimiento concursal⁷²⁶.

Desde esta perspectiva, los mecanismos de «*creditor governance*» se explican, precisamente, por la transición de una estructura de gobierno corporativo a la otra⁷²⁷. Si no es posible paliar la situación de insolvencia mediante un acuerdo de refinanciación, bien por los inabarcables costes de transacción entre los propios acreedores, o bien porque ni los socios ni los administradores están dispuestos a ceder parte del control sobre la empresa, el concurso de acreedores (escenario por defecto sobre el que se ha negociado) se revela como la alternativa judicial para resolver el problema de gobierno corporativo en que puede consistir la insolvencia.

6. Las limitaciones de la solución contractual: la distribución de competencias entre la junta general y el órgano de administración

Asumiendo un perfecto alineamiento de incentivos entre socios y administradores, la solución contractual pretende desincentivar determinados actos que pueda adoptar el órgano de administración en interés de los socios con la amenaza de la pérdida del beneficio del plazo u otros remedios.

Al margen del riesgo de la administración de hecho u oculta, la solución contractual presenta, sin embargo, limitaciones. Este poder disuasorio se desvanece, en buena medida, cuando los socios pueden controlar la gestión. Sin duda, un acuerdo de la junta general susceptible de provocar que la sociedad incumpla sus obligaciones bajo un contrato de financiación habilita a los acreedores a ejercitar las acciones correspondientes. Sin embargo, poco o nada tienen que perder los socios que se

⁷²⁵ Vid. *Infra* VI.2.

⁷²⁶ No puede argumentarse seriamente que los acreedores únicamente pueden convertirse en beneficiarios reflejos de los deberes fiduciarios de los administradores en el concurso y que, justo antes, en situaciones de insolvencia inminente, estos se deben única y exclusivamente a los socios con base en la teoría contractualista del interés social.

⁷²⁷ Cuestión distinta es que los acreedores profesionales («adjusting creditors») estén dispuestos a asumir los deberes relativos a este papel en el gobierno corporativo de la sociedad con dificultades financieras, o que simplemente ejerciten sus derechos de forma diligente. Para un estudio empírico al respecto, permítase hacer una referencia a Ara, C. «*A first approach to creditor monitoring, the paradoxical missing lever of corporate governance in Spain*», *op. cit.*

hallan «*out of the money*» (salvo la expectativa de beneficio futura), mientras que los acreedores que se ven forzados a ejercitar los remedios contractuales oportunos asumen el riesgo de agravar la situación de insolvencia.

Desde esta perspectiva, ciertas modificaciones introducidas en la Ley de Sociedades de Capital mediante la reforma operada por la Ley 31/2014, de 3 de diciembre, por la que se reforma la Ley de Sociedades de Capital para la mejora del gobierno corporativo (BOE de 4 de diciembre) pueden resultar inidóneas para abordar el conflicto de interés entre socios y acreedores. Se trata, en particular, del reconocimiento de las competencias implícitas de la junta general en materia de activos esenciales (art. 160 f LSC) y de la posibilidad generalizada de intervenir en otros asuntos de gestión (art. 161 LSC)⁷²⁸. El problema reside en que no se establece ningún tipo de excepción a dicho régimen en materia concursal.

Se propone, por ello, limitar la aplicación de estos preceptos al ámbito de aplicación que les es propio: el marco de gobierno corporativo establecido por el derecho de sociedades. La declaración de concurso debe poner fin a las competencias de la junta en materia de gestión empresarial. Idealmente, ese efecto debería traer causa de la constatación de que el valor de la empresa es inferior a la deuda. Ahora bien, al ser un elemento de hecho cambiante, sujeto a discusión pericial, la seguridad jurídica impone establecer una regla por defecto (como ocurre en el derecho societario)⁷²⁹. La cuestión esencial de la valoración se reserva al posible cambio de control de la empresa en crisis a raíz de la solución del concurso.

⁷²⁸ *Vid. Supra* II.1.2 y II.1.3.

⁷²⁹ Con todo, el cambio en el gobierno corporativo que se propone asociar a la mera declaración de concurso no alcanzaría a la reasignación de derechos políticos asociados a la condición de socio, sino a limitar ciertas competencias y facultades procesales en el seno del concurso.

VI. El conflicto de interés entre socios y acreedores. (2) El rol del concurso en el gobierno corporativo de la empresa en crisis. Tesis «societaria» y «concursal»

1. La «tesis societaria» y la «tesis concursal» como posibles soluciones al problema de gobierno corporativo de la empresa en crisis

El problema del gobierno corporativo de la empresa en crisis se reduce en buena medida a la valoración de la sociedad, aspecto de cabal importancia para determinar quién ostenta un interés económico realizable y, por tanto, incentivos alineados con el «interés social» (o el «interés del concurso») para determinar la solución a la insolvencia.

La asignación de derechos políticos acorde con este problema económico puede hacerse de dos formas. La primera consiste en alterar la estructura tradicional de gobierno corporativo del derecho societario, estableciendo mecanismos que otorgaran derechos políticos a favor de los acreedores en las sociedades de capital. La justificación de esta medida reside en que, al resultar el valor razonable de la empresa inferior al pasivo exigible, los acreedores se encuentran alineados con el interés social, en tanto que los socios pueden no estarlo⁷³⁰. Razonablemente, el derecho de la insolvencia también debería asignar derechos políticos sobre las decisiones estratégicas del concurso y en la sociedad reestructurada sobre la base de la valoración empresarial. De este modo, el Derecho reconocería derechos políticos a los acreedores, conforme a su nueva condición de «*residual claimants*», tanto si hubiera declaración de concurso como si no. Cabría denominar a esta tesis como la «societaria». Esta solución plantea como principal inconveniente la inseguridad jurídica (pues la asignación de derechos políticos dependería de un elemento de hecho cambiante y sujeto a discusión pericial como es la valoración de la empresa).

La segunda alternativa es mantener incólume el sistema de gobierno corporativo del derecho societario (a salvo de la legitimación extraordinaria y subsidiaria para ejercitar la acción social *ex arts. 74.2 y 240 LSC*). La excepción (la insolvencia) no altera la regla general, que se encamina a reducir costes de transacción entre socios y

⁷³⁰ *Vid. Supra* II.3 y V.2.

administradores, y entre los propios socios⁷³¹. En esta segunda alternativa, la tutela de los acreedores al margen del concurso depende esencialmente de su poder negociador a la hora de contratar voluntariamente con la sociedad⁷³². La legitimación para solicitar la declaración de concurso necesario es la alternativa residual para abordar el problema de gobierno corporativo de la empresa en crisis ante el fracaso

⁷³¹ En el mismo sentido, Alfaro, J. «El interés social y los deberes de lealtad de los administradores», *op. cit.*, *passim*, «(e)l interés social es el interés común a todos los accionistas en maximizar el valor de sus inversiones. Esta concepción del interés social es insustituible en un sistema económico en el que las sociedades son contratos voluntarios entre particulares para perseguir un fin común. Esta concepción del interés social es la única coherente con la maximización de la riqueza en una Sociedad organizada económicamente como una Economía de Mercado, donde los mercados en los que está presente una empresa con competitivos y en los que, en consecuencia, la "mano invisible" de los precios orienta la actuación de las empresas y garantiza la correcta asignación de los recursos y la inexistencia de explotación. La protección de los intereses de los terceros afectados por la actividad de las empresas y de la Sociedad en general no corresponde al Derecho de Sociedades, sino a otras ramas del Derecho, a la regulación económica en general y a los contratos que esos terceros celebran con las compañías. La función del interés social dentro del Derecho de Sociedades es la de controlar las decisiones mayoritarias discrecionales para evitar que la mayoría obtenga ventajas particulares a costa del conjunto de los accionistas. Su función es idéntica a la del deber de lealtad de los administradores sociales respecto de la sociedad. Cumple, pues, una función de integración del contrato social, contrato en el que la adopción de decisiones discrecionales está asignada a los órganos sociales. Su función no es sólo la de límite a los poderes discrecionales en una relación contractual, sino también la de hacer compatible con los principios básicos del Derecho Privado y de la autonomía privada la atribución de poderes discrecionales a un particular en su relación con otro particular».

⁷³² *Vid. Supra* V.4.

de los mecanismos contractuales de «*creditor governance*»⁷³³. El cambio en la asignación de derechos políticos respecto a decisiones clave del procedimiento (e.g. solución a la insolvencia) no depende de la valoración empresarial⁷³⁴. Frente a los inconvenientes prácticos de la tesis «societaria», y al igual que ocurre en el marco del derecho societario, se evita hacer depender la estructura de gobierno corporativo de un elemento de hecho cambiante y sujeto a discusión pericial como es la valoración empresarial. Ahora bien, la valoración de la empresa es de suma importancia para asignar derechos políticos en la sociedad reestructurada (es decir, para determinar si el concurso debe facilitar un cambio de control sobre la empresa a favor de los acreedores, en estricto cumplimiento de las reglas imperativas de prelación de pagos). Esta es la tesis «concursal».

Este trabajo se decanta por la tesis «concursal». Anudar el cambio en el gobierno corporativo a la declaración de concurso, con independencia del valor de la empresa, permite establecer dos estructuras de gobierno corporativo claramente diferenciadas. Esta distinción ofrece un mensaje claro a los administradores a la hora de desempeñar su labor y les otorga protección frente al ejercicio de acciones

⁷³³ Kraakman, R. *et al*, *The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach*, *op. cit.*, páginas 115-116, «(a) firm's creditors have a dual role in relation to other participants in the enterprise. Under ordinary circumstances, most creditors are no more than contractual counterparties. However, if the firm defaults on payment obligations, its creditors become entitled to seize and sell its assets. At this point, the creditors change roles: they become, in a meaningful sense, the owners of the firm's assets. This dual role means that creditors may experience different agency problems at different points in time. As contractual counterparties, they face the possibility of opportunistic behavior by the firm acting in the interests of its shareholders. Yet if the firm defaults, the problem can morph into assuring that one group of owners is not expropriated by another: that is, a creditor-creditor conflict of interest. Moreover, the creditors' contingent ownership will cast a shadow over how relations among participants in the firm are conducted, even if it is financially healthy». En la página 143 exponen que: «(i)f a debtor becomes financially distressed, its assets are probably insufficient to pay all its creditors and permit them a collective exit. Under these circumstances, governance strategies move to the fore. Their application has two phases: first, in the period of transition into bankruptcy, and secondly to the control of firms in bankruptcy procedures. Governance strategies deal largely –but not exclusively– with shareholder-creditor conflicts in the first phase and creditor-creditor conflicts in the second. The understanding that these governance strategies will be employed ex post necessarily influences private contracting with creditors, both at the ex ante stage of determining debt structure, and later in any renegotiation». Asimismo, Adler, B., Baird, D. y Jackson, T. *Bankruptcy. Cases, problems, and materials*, *op. cit.*, páginas 67 y 68: «Imagine, for example, that an economically failed debtor corporation wastefully continues operation at all its facilities rather than selling off some assets and reinvesting in those that remain. The debtor's managers and equity owners might pursue this strategy in an attempt to retain control and maintain the hope of a turnaround that would enable the debtor to repay all its debts. Despite this hope, the gamble could be a poor one, and the creditors would be left to suffer if the firm continued its wholesale decline. In this situation, the creditors could protect their interest if they could force the debtor into an early bankruptcy process, in which dismissal of the debtor's managers and an efficient disposition of debtor's assets would be possible. An involuntary petition offers creditors an opportunity to protect their interests».

⁷³⁴ Con todo, el cambio en el gobierno corporativo no alcanzaría nunca a la reasignación de derechos políticos asociados a la condición de socio, sino a determinadas facultades procesales y de decisión en el procedimiento concursal (con ciertas excepciones, como la de los arts. 160 f y 161 LSC).

individuales de responsabilidad. La natural indiferencia del derecho societario respecto al conflicto de interés potencial entre socios y acreedores debe fomentar la diligencia *ex ante* de los acreedores voluntarios (especialmente los profesionales) a la hora de contratar con la sociedad. La radicalización de los efectos de la declaración de concurso establece incentivos para flexibilizar la posición negociadora de las partes (fundamentalmente de los socios) para poder alcanzar un acuerdo de refinanciación como alternativa al concurso. Además, no hay riesgo de «expropiación» ni de vulneración de la prohibición de pacto comisorio, pues la asignación de derechos políticos y económicos en la sociedad reestructurada se realiza de conformidad con la valoración de la empresa y las reglas de prelación crediticia. Así, se trata del reflejo de las reglas imperativas de prelación de pagos, que deberían ser aplicables a cualquier solución frente a la insolvencia (no sólo la liquidación); máxime cuando el proponente debe acreditar que la propuesta supone una solución al menos idéntica a la resultante de la apertura inmediata de la fase de liquidación concursal⁷³⁵. En todo caso, los socios podrían exigir una participación en caso de aportación de nuevos fondos o de que la sociedad refinanciada recuperara su valor anterior⁷³⁶ (mediante el otorgamiento de derechos de opción sobre acciones de nueva creación –«*warrants*»– ejercitables en caso de que la sociedad alcanzara determinado valor económico, por ejemplo); y viceversa (participación en la plusvalía de la venta⁷³⁷). En definitiva, el derecho de la insolvencia debería asignar derechos políticos en la sociedad reestructurada con base en la valoración de la empresa (como ya hace en materia de garantías reales *ex art.* 94.5 y disp. ad. 4^a.2 LC).

El derecho español no se decanta claramente por ninguna de las dos alternativas. Por un lado, se interfiere en la estructura de gobierno corporativo del derecho de sociedades, imponiendo a los socios una amenaza de responsabilidad en caso de que

⁷³⁵ Vid. *Infra* VI.3.1.2 y VIII.2.4.

⁷³⁶ Lo que ocurriría en caso de que se materializara la cola de distribución positiva de la probabilidad (el «*upside*» de la reestructuración propuesta).

⁷³⁷ Esta finalidad se puede lograr con la obligación de los socios de realizar una amortización anticipada obligatoria de determinados contratos de financiación (renunciando a la acción de reembolso), en caso de obtener una plusvalía por la venta de las acciones o las participaciones del deudor («*anti-embarrassment clause*»). Se trata, por tanto, de un pago realizado por tercero (art. 1158 CC) que se establece a través de un contrato celebrado entre los socios y los acreedores en el que se incluye una estipulación a favor de la sociedad (art. 1257 CC). A pesar del firme criterio del Tribunal Supremo, de que el concepto de perjuicio del artículo 71 de la Ley Concursal comprende tanto el perjuicio objetivo causado a la masa activa como el trato preferencial concedido a un acreedor respecto a los de su misma clase, una vez que el deudor se encuentra en situación de insolvencia actual (STS, 1^a, 24.VI.2015; RJ 2015, 2769; Sebastián Sastre), no debería haber riesgo de reintegración por cuanto el pago lo realiza un tercero. Por otra parte, aunque se renuncie a la acción de reembolso, el crédito público puede verse incrementado ya que se trataría de una liberalidad, susceptible de generar un ingreso en la sociedad deudora (siendo, además, gasto no deducible en sede de los socios persona jurídica).

frustren ciertos acuerdos de refinanciación que puedan suponer un cambio de control del deudor⁷³⁸. Desde esta perspectiva, la solución ensayada por el legislador español se asimilaría a la tesis «societaria». Sin embargo, esta «amenaza» no se hace depender de la valoración de la empresa en comparación con el nivel de endeudamiento financiero⁷³⁹. Además, la tesis «societaria» supondría que los acreedores fueran «soberanos» respecto a la toma de decisiones estratégicas en caso de concurso (asumiendo que el interés económico de los socios no fuera realizable) y para tomar el control del deudor en el marco de un convenio de continuidad. Sin embargo, el deudor puede oponerse a la aprobación judicial de una propuesta de convenio apoyada unánimemente por los acreedores mediante la solicitud de la liquidación (art. 128.3 LC).

En efecto, el derecho español tampoco adopta la tesis «concursal» porque la declaración de concurso no desencadena un cambio radical en la estructura de gobierno corporativo. Aunque, por ejemplo, el ejercicio de las facultades de administración y disposición del deudor sobre su patrimonio se someten al régimen de intervención o suspensión (art. 40 LC), la sociedad concursada mantiene la facultad de solicitar la apertura de la fase de liquidación en cualquier momento (art. 142.1 LC). Además, existe una amenaza de calificación de administración de hecho u oculta sobre los acreedores que diligentemente tratan de proteger sus derechos *ex ante*, en previsión del conflicto de interés que pueda surgir en situaciones de insolvencia que transitan al margen del concurso.

Por tanto, en el ámbito del derecho societario se establecen amenazas en contra de socios y acreedores (por impedir la consecución de ciertos acuerdos de refinanciación o por intervenir en el gobierno corporativo de la empresa en crisis, respectivamente), en tanto que el deudor dispone de la facultad de imponer la liquidación frente al convenio en caso de concurso. Los apartados siguientes se dedican a este análisis.

2. El gobierno corporativo de la empresa en crisis

2.1. *Legitimación y competencia para la comunicación del artículo 5 bis*

El acuerdo sobre la comunicación del artículo 5 *bis* de la Ley Concursal (a través del correspondiente escrito con la postulación oportuna) corresponde al órgano de

⁷³⁸ Vid. *Infra* IX.

⁷³⁹ Vid. *Infra* IX.4.2.

administración de la sociedad deudora. A pesar de que la suspensión de las acciones ejecutivas y de la admisión a trámite de las solicitudes de concurso necesario puede beneficiar al deudor y a la mayoría de los acreedores por igual, estos carecen de legitimación. Con mejor criterio, la Ley reconoce legitimación al deudor y a los acreedores parte del acuerdo de refinanciación para solicitar su homologación (disp. ad. 4ª.5.I LC). Se trata, además, de la solución seguida por el derecho comparado, en materia de instituciones que, pese a no ser procedimientos judiciales de insolvencia, pueden obedecer a la misma finalidad⁷⁴⁰.

2.2. Declaración de concurso y gobierno corporativo. Introducción

El derecho de la insolvencia impone la solución judicial cuando el deudor se encuentra en situación de insolvencia actual (arts. 2.2, 5 y 165.1.1º LC)⁷⁴¹. Podría afirmarse, entonces, que el derecho español es particularmente tuitivo en relación con los derechos de los acreedores en situaciones de insolvencia empresarial, dado que impone la supervisión judicial de la solución a la insolvencia. Sin embargo, el deber de solicitud de concurso ante la situación de insolvencia actual no es una solución tan tuitiva para el interés de los acreedores como pudiera parecer.

Conforme a la tesis «concurzal», la transformación en términos de gobierno corporativo (que no afectaría a los derechos asociados a la condición de socio, con la excepción de los arts. 160 f y 161 LSC) debería tener lugar con la mera declaración de concurso. Aunque, idealmente, la valoración de la empresa debería ser el elemento desencadenante del cambio⁷⁴², la seguridad jurídica impone establecer una estructura de gobierno estable. Pues bien, conforme al derecho en vigor, los acreedores ven

⁷⁴⁰ Véase la sección 896(2)(b) del U.K. *Companies Act*, con relación al «*Scheme of Arrangement*».

⁷⁴¹ Del mismo modo, el derecho societario español impone la disolución societaria en caso de pérdidas que reduzcan el patrimonio neto a una cifra inferior a la mitad del capital social (salvo que la sociedad sea insolvente, en cuyo caso deberá solicitar la declaración de concurso), siempre que no se remueva la causa de disolución en un plazo de dos meses (arts. 363.1.e, 365, 366 y 367 LSC).

⁷⁴² Si el valor razonable de la empresa en crisis es inferior a su pasivo exigible, los acreedores se arrogan la condición de titulares económicos del derecho residual sobre los activos («*residual claimants*»), pues son los únicos «*stakeholders*» con un interés económico realizable. Como se benefician marginalmente de una gestión eficaz y eficiente de la empresa, los acreedores tienen incentivos alineados con el interés social (que también es el del concurso): maximizar de forma sostenida el valor empresarial a medio y largo plazo. Por el contrario, mantener la estructura de gobierno corporativo con independencia de la valoración de la empresa puede dar lugar a un problema de agencia si los incentivos de socios y administradores están alineados. Esta situación puede darse especialmente en sociedades de capital concentrado, particularmente cuando los administradores tienen algún interés directo (participación en el capital social: el caso del socio-administrador), indirecto («*stock-options*») o incluso incentivos alineados con los de los socios a partir del sistema retributivo pactado con la sociedad.

recortados sus derechos en beneficio del interés común, en aras de solucionar el problema de acción colectiva, pero, más allá del régimen de intervención o suspensión, no se produce un cambio en la estructura de gobierno corporativo. Los acreedores carecen de poder de decisión sobre cuestiones esenciales del procedimiento, como es la solución a la insolvencia. De hecho, los acreedores no pueden proponer un convenio anticipado ni pedir la liquidación (arts. 104.1 y 142 LC). Por el contrario, el deudor puede solicitar la apertura de la fase de liquidación en cualquier momento, aunque concurra la mayoría necesaria para aprobar un convenio (acaso unánime), que haya sido judicialmente aprobado o que incluso esté en fase de cumplimiento (art. 128.3 y 142. 1 LSC). Por otra parte, pese a la declaración de concurso, el poder de disposición sobre activos esenciales sigue correspondiendo a la junta general (art. 160 f LSC) que, además, puede intervenir en asuntos de gestión empresarial de las sociedades de capital (art. 161 LSC). Además, los acreedores carecen de legitimación para ejercitar la acción social o para solicitar la calificación de concurso culpable (arts. 48 *quáter* y 168.1 LC). En definitiva, la declaración de concurso no supone un claro cambio en el gobierno corporativo de la empresa en crisis, a pesar de la voluntad expresa del legislador por apuntalar la función solutoria como el interés primordial del concurso. Se dice atender de forma primordial a la función solutoria, pero no se toma en consideración a los acreedores a la hora de adoptar las decisiones más fundamentales en el seno del concurso.

Por otra parte, el concurso, al menos la «fase de convenio», tampoco actúa como catalizador del cambio de control de empresas económicamente viables cuando el nivel de endeudamiento excede del valor de los activos⁷⁴³. Con la excepción de los créditos con garantía real (art. 94.5 LC), la Ley Concursal no establece derechos políticos (ni económicos) con base en la valoración de los activos. En concreto, no se asigna derechos políticos en la sociedad reestructurada mediante convenio a partir de la valoración de la empresa⁷⁴⁴. La Ley Concursal se limita a establecer unas reglas imperativas de prelación de cobro en la fase de liquidación (arts. 154 y ss. LC).

⁷⁴³ No así en la liquidación, donde se produce un cambio de control en todo caso. El único efecto asociado a que la valoración de la empresa exceda del pasivo exigible es que los socios tengan derecho a su cuota de liquidación.

⁷⁴⁴ En el marco de los convenios de continuidad sin cambio de control, los socios pueden mantener su participación en la sociedad refinanciada tras la aprobación de un convenio (y, por tanto, su expectativa futura de dividendos) con independencia de la valoración de la empresa, por lo que no hay subordinación respecto a los acreedores que sufren quitas y esperas. Por otra parte, los acreedores de créditos subordinados tienen derecho al mismo trato, si bien postergado que los ordinarios aunque estos no hayan cobrado íntegramente su crédito (art.

2.3. *El régimen de intervención o suspensión durante la «fase común». Competencias implícitas de la junta general y riesgo de bloqueo. Ejercicio de derechos políticos y retribución de administradores*

Sin duda, la principal manifestación de los efectos de la declaración de concurso sobre el gobierno corporativo de la empresa en crisis es la intervención o la suspensión del deudor en el ejercicio de las facultades de administración y disposición sobre su patrimonio⁷⁴⁵, que constituye uno de los pronunciamientos necesarios del auto declarativo de concurso es la fijación del régimen de intervención o suspensión⁷⁴⁶.

⁷⁴⁵ Véase, genéricamente, Martínez Flórez, A. «Comentario del artículo 40», en la obra colectiva *Comentario de la Ley Concursal* (Rojo, A. y Beltrán E., dirs.), Tomo I, Madrid, Civitas, 2004, páginas 771 y siguientes. Como se señala en la página 773, el régimen de intervención se corresponde básicamente con la intervención de la suspensión de pagos, donde, no obstante, la intervención tenía un alcance mayor que en la Ley Concursal, pues ahora sólo se interviene el ejercicio de las facultades de administración y disposición del deudor sobre su patrimonio. La suspensión, por su parte, equivale a lo que se denominaba como «inhabilitación para la administración de los bienes» en el artículo 878 del Código de Comercio y como «incapacitación para la administración de los bienes» en el artículo 1914 del Código Civil. El término «suspensión» es desde luego la opción correcta desde un punto de vista técnico, pues, como señala la profesora Martínez, «*la inhabilitación en sentido técnico constituye una sanción (...). También es de aplaudir el hecho de que no se emplee la expresión “incapacitación”, pues esta limitación que se impone al concursado no constituye una incapacitación en sentido técnico*». En el mismo sentido, Tirado, I. *Los administradores concursales*, op. cit., página 75, nota a pie 21.

⁷⁴⁶ Véase los artículos 21 y 40 de la Ley Concursal. El régimen de intervención procede en caso de concurso voluntario, mientras que el de suspensión se acuerda en los concursos necesarios. No obstante, el juez del concurso puede alterar dicho régimen, de forma motivada, en el auto declarativo de concurso o en un momento posterior a solicitud de la administración concursal (y oído el concursado). Desde luego, el régimen que se acuerde en cada momento debe tener publicidad frente a terceros, de conformidad con lo dispuesto en los artículos 23 y 24 de la Ley Concursal. Concretando este régimen en materia de procesos pendientes al tiempo de la declaración de concurso, el artículo 51 de la Ley Concursal establece, *en caso de intervención*, que el deudor conserva la capacidad de actuar en juicio, si bien debe recabar la conformidad de la administración concursal para desistir, transigir o allanarse cuando la materia pueda afectar a su patrimonio. Con todo, la sentencia del Tribunal Supremo (sala primera) de 28.V.2012 (RJ 2012, 9316; ponente: Ignacio Sancho), considera que no es precisa la conformidad de la administración concursal para que el concursado pueda recurrir, siempre y cuando el procedimiento en primera instancia se iniciara con anterioridad a la declaración de concurso. *En casos de suspensión*, sin embargo, la administración concursal, sustituye al concursado en el marco de sus competencias (*i.e.* procesos de trascendencia patrimonial *ex art.* 40.6 LC), correspondiendo en este caso al juez autorizar en materia de transacción, desistimiento o allanamiento. Y en cuanto al ejercicio de nuevas acciones, el artículo 54 de la Ley Concursal dispone, en caso de intervención, que el concursado, si bien conserva la capacidad para actuar en juicio, debe recabar la conformidad de la administración concursal para interponer demandas o recursos que puedan afectar a su patrimonio (no así en materias personales sin trascendencia patrimonial). Por otro lado, el juez puede autorizar a la administración concursal para interponer una demanda en interés del concurso si el deudor intervenido se niega a formularla (*art.* 54.2.II LC). En caso de suspensión, de nuevo, la administración concursal sustituye al deudor, salvo en el caso de acciones de índole personal, si bien el deudor deberá recabar en estos casos la conformidad de aquélla para demandar, transigir, desistir, allanarse o interponer recursos, cuando la materia litigiosa pueda afectar a su patrimonio. Además, el deudor mantiene el derecho a personarse y defenderse de forma separada en los juicios promovidos por la administración concursal (aunque las eventuales condenas en costas no son un crédito contra la masa).

Ahora bien, en el caso del deudor persona jurídica, la declaración de concurso no afecta a la permanencia de los órganos sociales, que continúan ejerciendo las competencias que les atribuyen las leyes (art. 48.1 LC)⁷⁴⁷. El órgano de administración mantiene la representación del deudor durante el procedimiento, sin perjuicio del régimen de intervención o suspensión con relación a los actos y negocios con trascendencia patrimonial (art. 48.3.I LC), que también se extiende a los mandatarios (art. 48.3.II LC) –a diferencia del régimen general de la ineficacia sobrevenida ex art. 1732.3º CC–. Entre sus competencias orgánicas (no sometidas a intervención o suspensión) se mantiene, destacadamente, la competencia del órgano de administración para convocar a la junta general (art. 166 LSC)⁷⁴⁸, incluso en casos de

⁷⁴⁷ La doctrina científica ha justificado el mantenimiento de las funciones de los órganos sociales en la necesaria defensa de los intereses de la sociedad en el concurso (impugnación del auto de declaración de concurso, el cese o la exigencia de responsabilidad a administradores que no hayan actuado lealmente o con la debida diligencia, la presentación de una propuesta de convenio, etc.) y en los actos y negocios jurídicos de base societaria, que puedan ser necesarios para acometer la implementación de la solución que se haya adoptado para poner fin a la insolvencia (aumento de capital, operación acordeón, modificación estructural, etc.). Al respecto, por todos, Martínez Flórez, A. *La Junta General de la sociedad concursada*, op. cit., páginas 25 a 28, quien hace una recopilación del estado doctrinal a propósito de la cuestión. La profesora Martínez recuerda, además (páginas 27 y 28), que «*aunque el concursado esté suspendido en el ejercicio de las facultades de administrar y de disponer de los bienes integrantes de la masa activa, la suspensión y la correspondiente sustitución por la administración concursal no atribuirá a ésta el ejercicio de la actividad profesional que no se materialice en la realización de actos de administración o de disposición, de la misma manera que sucede en el concurso de la persona física (v. gr., si la actividad de la concursada es una actividad médica o quirúrgica, la arquitectura o incluso actividades preferentemente manuales, como la fontanería, etc., la sustitución afecta a la autorización para realizar la actividad, pero no a la actividad en sí)*».

⁷⁴⁸ A pesar de que no ha sido una cuestión pacífica, la postura mayoritaria, especialmente tras la reforma operada en el artículo 48.2 por la Ley 38/2011, de 10 de octubre, de reforma de la Ley Concursal, es que la convocatoria de la junta corresponde al órgano de administración (y no a la administración concursal), sin perjuicio de la incidencia del régimen de intervención o sustitución en relación con los actos de disposición necesarios para la efectiva convocatoria y funcionamiento de la junta general. Al respecto, recogiendo ambas posturas y ensayando una propuesta de *lege ferenda*, Martínez Flórez, A. *La Junta General de la sociedad concursada*, op. cit., páginas 39 a 103. Véase la sentencia de la Audiencia Provincial de Madrid (sección 28ª) de 13.VII.2010 (JUR 2010, 310613; ponente: Pedro Gómez) y la sentencia del Tribunal Supremo (sala primera) de 24.IV.2012 (RJ 2012, 6099; ponente: Rafael Gimeno-Bayón), en cuyo fundamento de derecho segundo se establece que: «*la declaración de concurso no afecta al regular funcionamiento de los órganos sociales y, singularmente, de la junta general en cuanto órgano social de formación de la voluntad de la sociedad que no desarrolla funciones de administración ni actos de disposición (...). Más aún, la suspensión de facultades del concursado -sea persona física o jurídica y, en este último caso, órgano colegiado o no- quedan referidas a la administración y disposición sobre bienes, derechos y obligaciones que hayan de integrarse en el concurso y por ello fija las atribuciones de la administración concursal en relación con los mismos, pero en el proceso de formación de la voluntad de los órganos colegiados tan solo les atribuye derechos de asistencia y voz*».

suspensión⁷⁴⁹. Cuestión distinta es que el acuerdo posterior de la junta haya de acomodarse, en su caso, al régimen de intervención o suspensión (art. 48.2.II LC)⁷⁵⁰. Sin embargo, el deber de formulación de las cuentas anuales recae sobre la administración concursal en casos de suspensión (art. 46.3 LC), lo cual no parece justificado. Ni siquiera la propuesta de aplicación del resultado (cuyo destino muy rara vez podrá ser el reparto de un dividendo en concurso) debería estar sometida a este régimen de sustitución (debería estarlo, mejor, el acuerdo posterior de la junta general). En todo caso, dada la previa intervención (conformidad o sustitución) de la administración concursal en la formulación de las cuentas y la propuesta de aplicación del resultado, el acuerdo posterior de la junta general⁷⁵¹ no debería estar sometido a dicho régimen (art. 48.2.II LC)⁷⁵².

Por su parte, la junta general permanece como órgano soberano de la sociedad, conservando sus competencias, sin perjuicio de la aplicación del régimen de intervención o suspensión respecto a los acuerdos sociales de contenido

⁷⁴⁹ Ahora bien, la administración concursal debe ser convocada en la misma forma y con la misma antelación que los socios. Aunque carece de derecho de voto, dispone de derechos de asistencia y voz (art. 48.2 LC). Es más, la falta de convocatoria de la administración concursal en caso de junta general constituida con el carácter de universal se sanciona con la nulidad de la sesión y de los acuerdos sociales (art. 48.2.II LC). Martínez Flórez, A. *La Junta General de la sociedad concursada*, *op. cit.*, páginas 207 a 217. La profesora Martínez es especialmente crítica con esta sanción, que considera incoherente con la naturaleza del deber incumplido y desproporcionada, dado que es contraria al interés del deudor (y de los acreedores), pues lleva a incurrir doblemente en los gastos de convocatoria y constitución de la junta general. Puesto que los acuerdos adoptados se tienen que acomodar al régimen de intervención o suspensión en todo caso, se apunta la ineficiencia de volver a convocar una junta para adoptar los mismos acuerdos, si bien convocando en esta ocasión a la administración concursal. Por todo ello, argumenta que la norma es poco oportuna y hasta cierto punto innecesaria, pues el derecho de asistencia y voz es una manifestación concreta del deber de información y colaboración del concursado (art. 42 LC). En consecuencia, afirma que la sanción procedente es la presunción de dolo o culpa grave en la agravación o generación de la insolvencia en caso de que se abra la pieza de calificación (art. 165.2º LC). Concluye, por tanto, afirmando que la sanción de nulidad debería reservarse para aquellos supuestos en los que la junta universal se celebra por iniciativa de los socios y sin conocimiento de los administradores y liquidadores societarios, «*porque si no la actuación de los socios quedaría sin sanción*» (página 213). García-Villarrubia, M. «Los efectos del concurso sobre los órganos de la persona jurídica deudora», *op. cit.*, página 13, duda también de la idoneidad de la sanción de nulidad en el caso de los acuerdos sociales válidamente adoptados. Ciertamente, esta norma debería interpretarse a la luz del artículo 204.3 a) de la Ley de Sociedades de Capital (el «test de relevancia»).

⁷⁵⁰ Véase, por todos, Martínez Flórez, A. *La Junta General de la sociedad concursada*, *op. cit.*, páginas 226 a 227.

⁷⁵¹ De *lege lata*, la junta general mantiene su competencia, por ejemplo, para aprobar las cuentas anuales (art. 46 LC), a pesar del régimen de suspensión.

⁷⁵² Véase al respecto, García-Villarrubia, M. «Los efectos del concurso sobre los órganos de la persona jurídica deudora», *El Derecho. Revista de Derecho Mercantil*, nº 27, 2015, páginas 6 a 8.

patrimonial⁷⁵³. Con todo, la sustitución propia del régimen de suspensión no opera en el caso de la junta general. El artículo 48.2.II de la Ley Concursal establece que *«los acuerdos de la junta o de la asamblea que puedan tener contenido patrimonial o relevancia directa para el concurso requerirán, pasa su eficacia, de la autorización o confirmación de la administración concursal»*. En consecuencia, existe riesgo de bloqueo respecto a las competencias exclusivas de la junta general en materia de gestión empresarial⁷⁵⁴. Con otras palabras, la administración concursal podría desautorizar el acuerdo de enajenación de un activo esencial⁷⁵⁵ (o instrucciones en materia de intervención en asuntos de gestión *ex art.* 161 LSC), pero no podría adoptar la decisión, pues la sustitución no alcanzaría a las materias que recaen dentro del ámbito competencial de la junta general⁷⁵⁶. Lo mismo ocurre, con mayor razón, en los casos de intervención⁷⁵⁷.

Es recomendable, por ello, una reforma que habilite a la administración concursal a sustituir a la junta general dentro de su ámbito competencial por lo que respecta a las facultades de administración (gestión empresarial *ex art.* 161 LSC) y disposición del patrimonio del deudor (activos esencial *ex art.* 160 f LSC y otras materias que hayan sido objeto de reserva estatutaria). De este modo, la administración concursal no precisaría recabar el acuerdo de la junta general, autorizando a la disposición del activo esencial, como condición previa para solicitar la autorización judicial (o para llevar a cabo la enajenación sin autorización en los casos que permite el art. 43.3 LC) durante la fase común (sección tercera).

⁷⁵³ La inobservancia de esta norma no debería acarrear la nulidad de los acuerdos sociales adoptados. No se trata de un requisito de validez, sino de eficacia, sometido a un particular régimen: el de la anulabilidad *ex artículo* 40.7 de la Ley Concursal.

⁷⁵⁴ *Vid. Infra* X.4 asimismo.

⁷⁵⁵ A propósito de las consecuencias prácticas del reconocimiento de las competencias implícitas de la junta general con relación a las situaciones de insolvencia, véase Álvarez, S. y Sánchez, J. «La nueva competencia de la junta general sobre activos esenciales: a vueltas con el artículo 160 f LSC», *Diario La Ley*, nº 8546, páginas 1 a 36 (especialmente: páginas 15 a 16).

⁷⁵⁶ Pese a ello, la interpretación sistemática con el primer apartado del artículo 48 debería llevar a la conclusión de que la suspensión (efecto sustitutivo) alcanza también a este ámbito competencial concreto de la junta general (el poder de disposición sobre activos esenciales): *«durante la tramitación del concurso se mantendrán los órgano de la persona jurídica, sin perjuicio de los efectos que sobre su funcionamiento produzca la intervención o la suspensión de sus facultades de administración y disposición»*.

⁷⁵⁷ Con todo, el carácter indispensable de los actos de disposición para garantizar la viabilidad de la empresa o las necesidades de tesorería que exija la continuidad del concurso (art. 43.3.1º LC) permitiría argumentar que, al igual que ocurre con la rehabilitación y la enervación del desahucio (arts. 68 a 70 LC), la iniciativa podría corresponder a la administración concursal (aunque siempre sería necesario, en última instancia, el acuerdo de la junta general *ex art.* 160 f LSC).

Como segunda manifestación del cambio de gobierno corporativo de la empresa en crisis, a solicitud de la administración concursal, el juez del concurso puede atribuirle el ejercicio de los derechos políticos asociados a las acciones o participaciones del deudor en otras sociedades, siempre que se encuentren afectados los intereses patrimoniales de la sociedad concursada (art. 48.5 LC)⁷⁵⁸. Por tanto, aunque el régimen sea de intervención la administración concursal puede controlar las sociedades pertenecientes al mismo grupo que la sociedad concursada.

En tercer lugar, si el cargo de administrador de la persona jurídica es retribuido, el juez del concurso puede acordar que deje de serlo o reducir el importe de la retribución a la vista del contenido y de la complejidad de las funciones de administración y del patrimonio del deudor (art. 48.4 LC)⁷⁵⁹.

2.4. Crítica a la legitimación exclusiva de la administración concursal para la reclamación de dividendos pasivos y el ejercicio de la acción social

Declarado el concurso, corresponde en exclusiva a la administración concursal la reclamación, en el momento y cuantía que estime conveniente, (i) del desembolso de las aportaciones sociales que hubiesen sido diferidas, cualquiera que fuera el plazo fijado en la escritura o en los estatutos, y (ii) de las prestaciones accesorias pendientes de cumplimiento (art. 48 bis.2 LC). Se trata de una excepción al régimen general del artículo 54.4 de la Ley, que atribuye legitimación extraordinaria y subsidiaria a los acreedores que interesen por escrito y de forma fundamentada el ejercicio de acciones que correspondan al deudor frente a terceros, una vez constatada la inactividad de la

⁷⁵⁸ Esta facultad habilita a la administración concursal para cambiar el órgano de administración de las sociedades del mismo grupo que el concursado, aunque no haya régimen de suspensión. En cualquier caso, las decisiones que adopte el órgano de administración como legal representante del socio único siempre se encuentran sometidas al régimen de intervención o suspensión, en la medida en que recaigan sobre actos de administración o disposición de contenido patrimonial para el deudor (art. 40.6 LC). En la práctica, estos efectos se puede evitar si las acciones se encuentran pignoradas y se ha previsto estatutariamente que, en caso de declaración de concurso, los derechos de socios corresponden al acreedor pignoraticio (art. 132.1 LSC).

⁷⁵⁹ Por su parte, el artículo 65 de la Ley Concursal se ocupa de los efectos del concurso sobre los contratos del personal de alta dirección (es palmario el problema que pueden llegar a suponer los «golden parachutes» si no se extingue el contrato y modera la indemnización correspondiente).

administración concursal durante un plazo de dos meses⁷⁶⁰. La justificación de esta excepción es empecinada.

También se otorga legitimación exclusiva a la administración concursal para ejercitar las acciones de responsabilidad de la persona jurídica concursada contra sus administradores, auditores o liquidadores –es decir, la acción social– (art. 48 *quáter* LC). La atribución de legitimación a la administración concursal para el ejercicio de la acción social se explica dada la ausencia de incentivos de los socios para que adopten el correspondiente acuerdo social (o para que la minoría la ejercite conforme a la legitimación extraordinaria y subsidiaria del art. 239 LSC)⁷⁶¹. Sin embargo, no se advierte la justificación de la privación de legitimación a favor de los acreedores⁷⁶², pues supone una excepción a la norma societaria (arts. 74.2 y 240 LSC) y a la propia regla general de la Ley Concursal para el ejercicio de acciones del deudor (arts. 54.4

⁷⁶⁰ Como se trata de un supuesto de legitimación extraordinaria (art. 10.II LEC), los acreedores litigan en interés de la masa. En caso de que se estime la demanda, los acreedores obtienen un crédito contra la masa para resarcirse de los gastos en los que hayan incurrido hasta el límite de lo obtenido como consecuencia de la sentencia, una vez que adquiera firmeza (art. 54.4.II LC).

⁷⁶¹ Juste, J. «Legitimación subsidiaria para el ejercicio de la acción social», *op. cit.*, páginas 155 a 157, considera que cabe sostener el mantenimiento de la legitimación subsidiaria de los acreedores. A juicio de este autor, la dicción literal del precepto ha de entenderse, conforme a su interpretación teleológica, en el sentido de que se priva de legitimación principal y subsidiaria, respectivamente, a la sociedad y a los socios: «(a)unque el tema puede discutirse, es posible defender que el término “exclusivamente”, interpretado hasta el extremo de impedir esta legitimación subsidiaria, en este caso, de la propia de la administración concursal, privaría injustificadamente a los acreedores de un instrumento de tutela, que el ordenamiento reconoce con carácter general respecto de otras acciones patrimoniales del concursado, que en principio corresponden también a la administración concursal. Además, el riesgo de costas y gastos sería asumido por los acreedores, y no por el concursado. Si la administración concursal hubiera llegado a algún tipo de transacción con los administradores, ésta será oponible a los acreedores».

⁷⁶² Entre la doctrina científica, García-Cruces, J.A. «Declaración de concurso y acciones societarias de responsabilidad», *Anuario de Derecho Concursal*, número 28, Cizur Menor, Civitas, páginas 31 a 68 (especialmente: páginas 53 a 56). En las páginas 55 y 56, el profesor García-Cruces recuerda, además, que «la posibilidad de requerir la reparación de daño que hubieran causado a la concursada sus administradores deviene irrelevante y es cuestión completamente ajena a la posible condena que por responsabilidad concursal pudiera recaer sobre estos. La única –y razonable– relevancia que el ejercicio de esta acción ex art. 238 LSC pudiera tener en relación con una posible condena por responsabilidad concursal vendría dada por la incidencia que la condena indemnizatoria pudiera tener acerca de la solvencia de los administradores sociales, en el sentido de que el desembolso de las sumas destinadas a la reparación del daño podría aguar cualquier eficacia de una posterior condena a satisfacer el fallido concursal. Ahora bien, si así se razonara, se estaría incurriendo en un error de perspectiva, pues necesariamente la satisfacción de la condena indemnizatoria nunca podría afectar negativamente a un eventual pronunciamiento de responsabilidad concursal afectando el interés de los acreedores, sino antes bien, a asegurar el interés de estos, pues –dada su naturaleza y finalidad– las cantidades que se entregaran a los administradores condenados a reparar el daño ingresarían en la masa activa y, por lo tanto, aminorarían el posible déficit en el concurso».

y 72.1 LC)⁷⁶³. Tanto la norma societaria como la concursal atribuyen legitimación extraordinaria y subsidiaria a los acreedores para accionar a su costa y en interés de la masa⁷⁶⁴, pues la acción ejercitada (la social u otra frente a cualesquiera terceros) pertenece en todo caso a la esfera patrimonial del deudor⁷⁶⁵. Además de tener difícil justificación, esta previsión puede resultar perjudicial para los acreedores, bien por la simple pasividad de la administración concursal (sin perjuicio de su eventual responsabilidad *ex art.* 36.1 LC), o bien porque la administración concursal pueda hallarse en situación de conflicto de interés dada su condición de acreedor de la masa⁷⁶⁶ o su eventual régimen de responsabilidad frente al deudor (art. 36.1 LC).

Por último, la supresión no debería obedecer al modelo de relaciones inter-orgánicas que, rechazando la tesis del «*creditors' bargain model*», y atendiendo a los conflictos de interés que puedan afectar a los acreedores, atribuye el poder sobre la gestión del procedimiento (salvo la solución a la insolvencia) a un órgano independiente⁷⁶⁷. En efecto, la legitimación pasiva para el ejercicio de esta acción, salvo en el caso de la administración de hecho u oculta, no corresponde a los acreedores. En todo caso, se trata de una legitimación extraordinaria y subsidiaria, por lo que la administración concursal siempre podría ejercitar la acción a título principal ante la apatía de los acreedores (acaso por un eventual conflicto de interés atendiendo a la solución del

⁷⁶³ En el marco de la protección de los acuerdos de refinanciación, también se ha suprimido la legitimación subsidiaria de los acreedores para el ejercicio de la acción de reintegración y demás acciones de impugnación (art. 72.2 y disp. ad. 4^a.13 LC).

⁷⁶⁴ La Ley reconoce el derecho al reembolso con cargo a la masa activa de los gastos y costas en que hubieran incurrido en caso de estimación total o parcial de la demanda, hasta el importe de lo obtenido de la sentencia y hasta que ésta adquiera firmeza (arts. 54.4.II y 72.2 *in fine* LC, y art. 239.2 LSC –que debería resultar de aplicación también respecto a la legitimación de los acreedores *ex art.* 240 LSC–).

⁷⁶⁵ Todo lo contrario que la acción individual de responsabilidad *ex artículo* 241 de la Ley de Sociedades de Capital, dirigida a resarcir el daño causado por los administradores sociales directamente sobre el patrimonio de un tercero. En este caso, la Ley Concursal guarda un lógico silencio, pues no existe conflicto con la responsabilidad por el fallido concursal ni con la tutela del principio de paridad de trato. El daño cuya reparación se persigue no es un crédito concursal. Acaso, la promoción de acciones individuales de responsabilidad puede incidir en la solvencia de la persona eventualmente afectada por la calificación, pero este riesgo puede minorarse con la adopción de medidas cautelares (art. 48 *ter* LC). Véase García-Cruces, J.A. «Declaración de concurso y acciones societarias de responsabilidad», *op. cit.*, *passim*.

⁷⁶⁶ En contra, Quijano, J. «Comentario al artículo 240», *op. cit.*, páginas 1727 y 1728. Asimismo, Rodríguez Artigas, F. y Marín de la Bárcena, F. «La acción social de responsabilidad», *op. cit.*, página 187, quienes sostienen que la legitimación subsidiaria de los acreedores para ejercitar la acción social pierde todo el sentido en caso de concurso, en la medida en que «*la insolvencia es suficiente para que se adopten medidas de control casi total de las facultades patrimoniales del deudor (ya no hay razón para intervenir solo en caso de insuficiencia patrimonial) y la defensa del interés de la colectividad corresponde a la administración concursal, por lo que no se entiende una norma que atribuye esa función a los acreedores individualmente*».

⁷⁶⁷ *Vid. Supra* IV.3.2 y IV.4.

concurso propuesta por el deudor). En definitiva, superflua o no en el caso de que la administración concursal sea diligente y actúe en el mejor interés del concurso, el reconocimiento de legitimación a favor de los acreedores no resulta en modo alguno perjudicial, por lo que su supresión sólo puede resultar perjudicial para sus intereses. Lo mismo cabe señalar respecto a la ausencia de legitimación de los acreedores para solicitar la calificación del concurso como culpable (la intervención adhesiva de los acreedores para coadyuvar en la sección sexta *ex art.* 168 LC y para recurrir la sentencia de calificación *ex art.* 172 *bis.4* LC no se encuentra justificada por el problema de acción colectiva⁷⁶⁸).

2.5. *Legitimación y competencia orgánica para la propuesta de convenio anticipado y ordinario. Los acuerdos necesarios para su ejecución*

El deudor tiene legitimación para presentar una propuesta de convenio, ya se trate de concurso voluntario o necesario (arts. 104.1 y 113 LC). Esta facultad no resulta afectada por el régimen de intervención o suspensión. La administración concursal ha de evaluar en todo caso la propuesta (arts. 107 y 115 LC), pero carece de legitimación para formular una propuesta (incluso en los casos de concurso necesario con suspensión y consiguiente sustitución del órgano de administración).

Los acreedores carecen de legitimación para presentar una propuesta de convenio anticipado. Deben esperar al transcurso del plazo para la insinuación de créditos (arts. 85 y 113.1 LC). Se trata de una previsión difícilmente justificable, teniendo en cuenta que podría mantenerse la preferencia de la propuesta del deudor en términos de deliberación y votación (art. 121.2 LC). Con todo, en el derecho comparado se contemplan privilegios similares. En el caso del U.S. *Bankruptcy Code*⁷⁶⁹ el deudor dispone de un periodo de exclusividad de cuatro meses para que el órgano de administración presente una propuesta de convenio («*exclusivity period*»). A partir de entonces, los acreedores y los socios tienen la facultad de presentar propuestas alternativas.

La competencia para formular propuesta de convenio corresponde al órgano de administración. A pesar del silencio de la Ley Concursal, la cuestión no plantea dudas desde la perspectiva procesal, pues la representación del deudor recae sobre el órgano

⁷⁶⁸ *Vid. Supra* IV.4.4.

⁷⁶⁹ Sección 1121. El periodo es de 120 días, aunque se contempla la facultad de reducción (o extensión) del plazo mediante solicitud motivada.

de administración, incluso en casos de suspensión (art. 48.3 LC) y liquidación –que comporta la suspensión– (art. 145.3 LC). En cuanto a la distribución competencial entre órganos sociales, si el órgano de administración es competente para solicitar la declaración de concurso (art. 3.1.II LC), también deberá serlo para promover una solución u otra a la insolvencia («*qui potest plus, potest minus*»).

El carácter imperativo del artículo 3.1.II de la Ley Concursal impide el sometimiento de esta materia al régimen de intervención de la junta general en materia de gestión (art. 161 LSC). Cuestión distinta es que el contenido de la propuesta de convenio comprenda facultades de disposición sobre activos esenciales (art. 160 f LSC) o cuestiones de gestión reservadas al ámbito competencial de la junta general. En estos casos, deberá recabarse el acuerdo de la junta general para el cumplimiento del convenio judicialmente aprobado⁷⁷⁰. Con todo, se trata de actos de ejecución en cumplimiento del convenio, dada la imposibilidad de someter la eficacia de la propuesta a condición (art. 101.1 LC).

El riesgo de que la junta general no adopte los acuerdos sociales oportunos es la inevitable apertura de la liquidación (art. 142.2 LC), por mucho que la propuesta de convenio sea la solución óptima en términos de maximización de la función solutoria⁷⁷¹. Vale decir que los socios disponen de una vía indirecta para truncar la aprobación del convenio si el órgano de administración no atiende a sus instrucciones para solicitar la liquidación. Naturalmente, esta situación debería ser inhabitual. Sólo se dará en el marco de una lucha por el control de la empresa (forzando al asuntor a pagar más precio en la subasta de la empresa⁷⁷²) y, en todo caso, cuando la condición de administrador no recaiga sobre el socio de control, salvo que la solicitud de liquidación sea a cargo del deudor (arts. 142.2.II, 143.1.5^o y 164.2.3^o LC⁷⁷³).

⁷⁷⁰ En el mismo sentido, García-Villarrubia, M. «Los efectos del concurso sobre los órganos de la persona jurídica deudora», *op. cit.*, página 12.

⁷⁷¹ *Vid. Infra* X.4 asimismo.

⁷⁷² Véase el caso de La Seda de Barcelona S.A. (*Vid. Infra* VI.2.7.3).

⁷⁷³ Véase la sentencia del Tribunal Supremo (sala primera), de 13.IV.2016 (RJ 2016, 1493; ponente: Pedro José Vela), que sienta doctrina jurisprudencial a propósito del ámbito de enjuiciamiento de la sección de calificación en este supuesto: «*La calificación tras la reapertura por incumplimiento o imposibilidad de cumplimiento del convenio debe ser enjuiciada únicamente desde la perspectiva de los artículos 164.2.3^o, 167.2, 168.2 y 169.3 de la Ley Concursal. Lo que supone que, respecto de las causas de calificación, el ámbito de conocimiento en la sección reabierta se ciñe necesaria y exclusivamente a la determinación de si la frustración del cumplimiento del convenio es imputable al deudor concursado*».

Para conjurar este riesgo, se propone reformar el artículo 134 de la Ley Concursal mediante la introducción de un nuevo apartado cuarto, de modo que los acreedores puedan solicitar al órgano jurisdiccional competente que tenga por emitida la declaración de voluntad de la sociedad (previsión que se haría extensible a los acuerdos de refinanciación homologados): *«Cuando la propuesta de convenio judicialmente aprobada contemple modificaciones estatutarias o modificaciones estructurales que requieran la adopción de los correspondientes acuerdos sociales (o la actuación del órgano de administración no colegiado), los acreedores, al menos, del tres por ciento de los créditos ordinarios (o, en su caso, de los privilegiados) podrán, transcurridos tres meses ante la manifiesta inactividad de los órganos sociales o, en todo caso, transcurridos seis meses, solicitar del órgano jurisdiccional competente el dictado del correspondiente auto teniendo por emitida la declaración de voluntad de la sociedad en los términos previstos en el artículo 708 de la Ley de Enjuiciamiento Civil. A estos efectos, la sentencia de aprobación del convenio será título suficiente para ejercitar dicha acción ejecutiva»*. La alternativa, más ardua en derecho español, consistiría en privar de derechos políticos a los socios si su interés económico no es realizable, de modo que, como ocurre en derecho estadounidense y alemán, el juez del concurso pudiera tener por emitida la declaración de voluntad en la misma sentencia de aprobación del convenio⁷⁷⁴.

En el escenario contrario, el deudor puede lograr la aprobación judicial de una propuesta de convenio de continuidad (sin cambio de control), siempre y cuando obtenga las mayorías necesarias, dependiendo del contenido del mismo y del carácter privilegiado de los créditos de los disidentes (arts. 124 y 134 LC). Al margen de la observancia (i) de las normas sobre el contenido del convenio (que incluye la prohibición de maniobras que afecten a la paridad de trato); (ii) de la forma y el contenido de las adhesiones; y (iii) de las reglas sobre tramitación escrita o de la constitución de la junta y de su celebración, la Ley Concursal únicamente contempla una causa de oposición basada en la conveniencia, oportunidad o bondad del convenio como solución eficiente frente a la insolvencia: la «inviabilidad objetiva» de su cumplimiento. Esta causa de oposición puede ser alegada por la administración concursal o por acreedores disidentes que representen, al menos, el 5 por ciento de

⁷⁷⁴ La dificultad de esta alternativa es que, salvo pacto en contrario, la asignación de derechos políticos y económicos en la sociedad reestructurada debería hacerse conforme a las reglas imperativas de prelación de pagos (lo que afectaría a todos los acreedores y, por supuesto, a los socios). *Vid. Infra* VI.3.1 y VI.3.2.

los créditos ordinarios⁷⁷⁵. En concreto, no se incluye como causa de oposición la mayor recuperación del crédito que supondría acudir a la liquidación (ni siquiera se exige que el proponente acredite la bondad del convenio frente a la liquidación)⁷⁷⁶. La propuesta de convenio puede ser una solución sub-óptima, sin que la disidencia disponga de remedio alguno para evitarlo.

Además, la Ley no reconoce ninguna causa de oposición basada en las normas imperativas de prelación de pagos. El acreedor ordinario disidente no puede oponerse a la aprobación del convenio en vista de que, una vez cumplido el convenio de continuidad (quitas del veinte por ciento y esperas de tres años), los socios recuperarán la expectativa a participar en los beneficios futuros de la sociedad (si es que no se ha podido acordar antes la distribución de un dividendo). Del mismo modo, los acreedores ordinarios disidentes no pueden alegar que los subordinados no deberían cobrar, ni siquiera de forma postergada, hasta que ellos recuperaran íntegramente su crédito, ya que se trata de una norma imperativa (art. 134.1.II LC)⁷⁷⁷.

2.6. Efectos de la aprobación del convenio o de la apertura de la liquidación

Aunque la aprobación del convenio supone el cese de la mayor parte de los efectos del concurso⁷⁷⁸, el propio convenio puede establecer limitaciones respecto al ejercicio de las facultades de administración y disposición sobre el patrimonio del deudor hasta

⁷⁷⁵ A pesar de la discordancia fruto de la vorágine reformista del legislador, cabe sostener que esta misma causa de oposición puede ser alegada por acreedores de créditos privilegiados que resulten vinculados por la mayoría oportuna de acreedores con base en el artículo 134.3 de la Ley Concursal.

⁷⁷⁶ *Vid. Infra* VI.3.1.2 y VIII.2.4.

⁷⁷⁷ *Vid. Infra* VI.3.3.3.

⁷⁷⁸ Los deberes de colaboración e información persisten hasta la conclusión del procedimiento concursal (arts. 42 y 133.2.I LC).

su cumplimiento (art. 137.1 LC)⁷⁷⁹. Este extremo es consistente con el hecho de que el concurso no concluye con la sentencia de aprobación de la propuesta de convenio, sino con la firmeza del auto de declaración de cumplimiento y el transcurso del plazo de caducidad de las acciones de declaración de incumplimiento (art. 141 LC).

Por otra parte, uno de los efectos del auto de apertura de la fase de liquidación es la suspensión del deudor en el ejercicio de las facultades de administración y disposición sobre su patrimonio (art. 145.1 LC). En el caso de personas jurídicas, el auto que abre la fase de liquidación debe ordenar la disolución de la persona jurídica y el cese de los administradores o liquidadores⁷⁸⁰ (que son sustituidos por la administración concursal⁷⁸¹), sin perjuicio de que puedan continuar en la representación de la concursada en el procedimiento concursal y en los incidentes en los que sea parte (arts. 145.3 LC y 361.2 LSC).

⁷⁷⁹ En semejante caso, el régimen de intervención o suspensión se sustituye por las medidas prohibitivas o limitativas que se establecen en el propio convenio (art. 137 LC). Ahora bien, las consecuencias asociadas a los actos realizados en contravención del régimen de intervención o suspensión (art. 40.7 LC) no son las mismas que las relativas a los efectuados con infracción de las medidas prohibitivas o limitativas establecidas en el convenio (art. 137 LC). Como ha señalado la mejor doctrina (Martínez Flórez, A. «Comentario del artículo 137», en la obra colectiva *Comentario de la Ley Concursal*, op. cit., tomo II, página 2255), «*la diferencia radica, pues, en que mientras los primeros son ineficaces ab initio (y por esa razón no pueden ser inscritos en los registros públicos), aunque quedarán convalidados si la acción de anulación no se ejercita en el plazo de caducidad establecido por la Ley Concursal, los segundos despliegan sus efectos en tanto su ineficacia no se haga valer judicial o extrajudicialmente*». Véase también al respecto las resoluciones de 29.III.2012 (BOE de 29.III.2012) y 13.XI.2013 de la Dirección General de los Registros y del Notariado (RJ 2013, 8292). Aunque la previa inscripción de la sentencia de aprobación del convenio no es precisa sobre la base del principio de tracto sucesivo, estas resoluciones ordenan que los actos y negocios jurídicos que se presenten al trámite de calificación aporten el convenio, a los efectos del artículo 137.2 de la Ley Concursal. Es decir, aunque la existencia de medidas prohibitivas o limitativas no impediría la inscripción, es necesario hacerlas constar para evitar que un tercero pudiera reunir las circunstancias del artículo 34 de la Ley Hipotecaria en caso de ejercicio de la acción de reintegración regulada en el artículo 137.2 de la Ley Concursal.

⁷⁸⁰ Salvo que los concursos se acumulen (i.e. se tramiten de forma coordinada ex art. 25 ter LC), la liquidación concursal de la sociedad dominante de un grupo de sociedades puede crear diversos problemas en la práctica. Lo primero que deberá hacer la administración concursal es acordar los ceses o nombramientos que considere oportunos en los órganos de administración de las sociedades filiales, así como revocar los poderes generales que se hubieran podido otorgar a favor de terceras personas.

⁷⁸¹ El régimen de suspensión no impide que el deudor mantenga sus derechos procesales en el seno del procedimiento concursal. La razón de ello se encuadra en el marco del derecho de defensa (art. 24.2 CE). Por tanto, el órgano de administración mantiene la representación del deudor, a efectos, por ejemplo, de la defensa del en la sección sexta de calificación.

2.7. Legitimación y competencia orgánica para solicitar la liquidación

2.7.1. Solicitud por el órgano de administración y régimen de responsabilidad

El deudor intervenido o suspendido puede pedir la liquidación en cualquier momento (art. 142 LC). El derecho societario atribuye a la junta la competencia para disolver y liquidar la sociedad (arts. 160 f e i LSC). Declarado el concurso, sin embargo, la competencia para solicitar la apertura de la fase de liquidación (que comporta la disolución societaria automática *ex art. 145.3 LC*) corresponde al órgano de administración si se trata de un deber impuesto al deudor (incumplimiento del convenio o renovada situación de insolvencia *ex art. 142.2 LC*). La razón reside en que las consecuencias de la inobservancia de este deber recaen sobre los administradores (arts. 164.2.3º, 172.2 y 172 *bis LC*). La *ratio* es la misma que en sede de solicitud de la declaración de concurso voluntario (cfr. arts. 3.1, 5.1 y 165.1.1º LC).

A diferencia del derecho societario, no se establece un previo deber de convocatoria de la junta general o de solicitud de disolución judicial (arts. 365.1 y 366.2 LSC). El Tribunal Supremo ha confirmado que el deber de promover la disolución en los casos recogidos por el derecho societario cede a favor del deber que establece la Ley

Concursal⁷⁸². Frente a esta solución, la doctrina científica propugna que habría que mantener el deber de convocar a la junta general para informar a los socios⁷⁸³.

2.7.2. Acuerdo de disolución a instancias de la junta durante la fase de cumplimiento del convenio

Ahora bien, la estructura de gobierno corporativo del procedimiento concursal no impide que, en sede de cumplimiento de convenio, la junta general pueda acordar la disolución en cualquier momento (en cuyo caso, el órgano de administración debe solicitar la liquidación, salvo que, aun así, sea posible cumplir el convenio). Así lo sostiene, *obiter dicta*, el Tribunal Supremo⁷⁸⁴ y la doctrina científica, indicando que,

⁷⁸² Véase la sentencia del Tribunal Supremo (sala primera) de 15.X.2013 (RJ 2013, 7253; ponente: Ignacio Sancho), en cuyo fundamento de derecho octavo se indica que: «*lo anterior no significa que la declaración de concurso de acreedores exima de la posible responsabilidad ex art. 262.5 TRLSA, en que los administradores hubieran podido incurrir antes del concurso, sin perjuicio de que, tras la reforma introducida por la Ley 38/2011, de 10 de octubre, la declaración de concurso suspenda el ejercicio de esta acción de responsabilidad (art. 50.2 LC) y, si se lo hubiera sido y estuviera en tramitación, se paralizará el procedimiento (art. 51.1.bis LC). Sin embargo, si supone que, tras la declaración de concurso, cesa el deber legal de los administradores de instar la disolución, que se acordará finalmente, como un efecto legal de la apertura de la fase de liquidación (art. 145.3 LC), cuando se opte por esta solución concursal. Que cese este deber legal de promover la disolución de la sociedad, mediante la convocatoria de la junta de accionistas para que adopte el preceptivo acuerdo, no significa que la junta de accionistas no pueda acordarlo, pues está perfectamente legitimada para hacerlo sin que deba necesariamente concurrir una causa legal para ello (art. 260.1.1º TRLSA). Tampoco durante la fase de cumplimiento del convenio puede surgir el deber de promover la disolución y la consiguiente responsabilidad por no hacerlo dentro del plazo legal. Lo impide, no la vigencia de los efectos de la declaración de concurso, que cesan conforme al art. 133.2 LC, sino la propia normativa societaria (en nuestro caso, los arts. 260.1.4º y 262.2 y 5 TRLSA), que establece el concurso de acreedores como un límite al deber de los administradores de promover la disolución, bajo la lógica de que la situación de concurso de la compañía se rige por una normativa propia, que expresamente prevé la disolución de la compañía, como consecuencia necesaria a la apertura de la fase de liquidación (art. 145.3 LC), y que, en caso de aprobación de convenio, impone al deudor el deber de instar la liquidación cuando, durante la vigencia del convenio, conozca la imposibilidad de cumplir los pagos comprometidos y las obligaciones contraídas con posterioridad a su aprobación (art. 142.2 LC)».*

⁷⁸³ Véase Juste, J. «Disolución por pérdidas graves durante el cumplimiento del convenio y responsabilidad de administradores sociales», *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal*, nº 21/2014, páginas 17 a 26, así como la doctrina allí citada.

⁷⁸⁴ Sentencia del Tribunal Supremo (sala primera) de 15.X.2013 (RJ 2013, 7253; ponente: Ignacio Sancho) -fundamento de derecho octavo-: «*que cese este deber legal de promover la disolución de la sociedad, mediante la convocatoria de la junta de accionistas para que adopte el preceptivo acuerdo, no significa que la junta de accionistas no pueda acordarlo, pues está perfectamente legitimada para hacerlo sin que deba necesariamente concurrir una causa legal para ello (art. 260.1.1º TRLSA)».* Véase también el auto de la Audiencia Provincial de Barcelona (sección 15ª), número de recurso 35/2014 (no disponible en bases de datos), donde se desestimó la oposición de un acreedor a la solicitud de liquidación del deudor en fase de cumplimiento de convenio (la discusión versaba sobre si concurría o no la imposibilidad de cumplir con lo acordado).

en tal caso, el órgano de administración debe impartir instrucciones a la representación procesal del deudor en el concurso para que pida la liquidación⁷⁸⁵.

Salvo que se establezca una comisión de seguimiento en el propio convenio, el acuerdo de la junta general ya no se encuentra sometido al régimen de intervención o suspensión (arts. 48.2.II y 133.2 LC). Por encima de ello, el derecho de solicitar la liquidación en cualquier estado del procedimiento es una facultad procesal que escapa del régimen de intervención o suspensión (art. 142.1 LC)⁷⁸⁶. Ni siquiera se contempla un trámite de audiencia a la administración concursal para que, en su caso, pueda informar sobre la solución que se estima más conveniente para maximizar la función solutoria ante la solicitud del deudor. Ciertamente, podría ocurrir que, aun siendo la propuesta de convenio la solución óptima para remover la situación de insolvencia en el momento de la aprobación (*i.e.* superado el «*best-interests test*»⁷⁸⁷), concurrieran circunstancias nuevas que abonaran la liquidación como la forma de maximizar la función solutoria. Sería el caso, por ejemplo, de la aparición de un ofertante por la empresa. En ese caso, habría que comparar el precio de la oferta con el valor actual de los pagos pendientes de realización conforme al convenio judicialmente aprobado. No obstante, la facultad libérrima del deudor es incondicional; no está sometida a control judicial alguno (ni mucho menos sobre la base de razones de oportunidad)⁷⁸⁸.

La cuestión en última instancia recae de nuevo sobre el gobierno corporativo de la empresa en crisis; sobre si la junta general debería estar facultada para adoptar, en la fase de cumplimiento del convenio, el acuerdo de disolución, lo que lleva automáticamente a la liquidación concursal. En la medida en que los socios se hallen «*out of the money*» (porque el valor razonable de la empresa es inferior al pasivo

⁷⁸⁵ García-Villarrubia, M. «Los efectos del concurso sobre los órganos de la persona jurídica deudora», *op. cit.*, página 10, y Juste, J. «Disolución por pérdidas graves durante el cumplimiento del convenio y responsabilidad de administradores sociales», *op. cit.*, página 25 (aunque no lo menciona expresamente, se infiere de su argumentación).

⁷⁸⁶ Tampoco supone una solución el que la administración concursal pueda solicitar el cambio al régimen de suspensión (art. 40.4 LC), pues ello no priva al deudor del control sobre la situación de insolvencia.

⁷⁸⁷ *Vid. Infra* VI.3.1.2 y VIII.2.4.

⁷⁸⁸ Por supuesto, también retiene el deudor el poder de decisión sobre la solución a la insolvencia cuando acompaña un plan de liquidación (y una oferta de compra irrevocable) a su solicitud de concurso voluntario. Véase los artículos 190.3 y 191 *ter* de la Ley Concursal. Se impone la tramitación abreviada del concurso, con apertura inmediata de la fase de liquidación, cuando el deudor acompaña a su solicitud de concurso un plan de liquidación con una propuesta escrita vinculante de compra de la unidad productiva en funcionamiento.

exigible), no se debería permitir que quienes no tienen un interés realizable en la empresa (quienes ya lo han perdido todo) puedan arrastrar a quienes sí lo tienen (los acreedores que todavía no lo han perdido todo). Dicho de otro modo, asumiendo (i) que se ha votado la propuesta de convenio porque se estima que es una solución mejor que la liquidación en términos de recuperación; y (ii) que el deudor puede cumplirlo y no está en una renovada situación de insolvencia, el acuerdo de disolución y la consiguiente apertura de la fase de liquidación a instancias de la junta general no encuentran justificación. Además, los socios no obtienen nada por ello (art. 7.2 CC)⁷⁸⁹.

Se demuestra, así, cómo el régimen de intervención o suspensión no afecta a las decisiones de mayor relevancia patrimonial para la satisfacción de los acreedores, que no pueden impedir que la sociedad se liquide en cualquier momento. No importa que cuenten con la mayoría necesaria para aprobar un convenio (art. 182.3 LC) ni que haya sido judicialmente aprobado, ni, tampoco, que se esté cumpliendo sin perspectivas de insolvencia sobrevenida (art. 142.1 LC)⁷⁹⁰. El deudor puede frustrar el cumplimiento de un convenio aunque no haya incumplimiento ni situación sobrevenida de insolvencia, bien sea por decisión del órgano de administración o de la junta general (concurra o no causa legal de disolución por pérdidas).

Es remarcable la incoherencia del legislador. Por un lado, interfiere en el ámbito de la estructura de gobierno corporativo del derecho societario, imponiendo una «amenaza» a los socios (y a los administradores) que puedan truncar determinados acuerdos de refinanciación con su actuación⁷⁹¹. Con ello se pretende facilitar la toma de control de la sociedad por parte de los acreedores, evitándoles hacer pasar por el tamiz del procedimiento concursal. Sin embargo, una vez declarado éste, los socios pueden constituirse en junta general en cualquier momento y acordar la disolución de la sociedad, impartiendo instrucciones al órgano de administración para pedir la apertura de la liquidación concursal «impunemente», incluso si se está en fase de cumplimiento de convenio aprobado a instancia de una propuesta de los

⁷⁸⁹ Como se analiza a continuación, sin embargo, la prestigiosa sección 15^a de la Audiencia Provincial de Barcelona ha negado que exista abuso de derecho en la solicitud de liquidación, incluso cuando los acreedores se oponen a ello justificando la existencia de una mayoría suficiente para lograr la aprobación de una propuesta de convenio. *Vid. Infra* VI.2.7.3.

⁷⁹⁰ Nadie lo ha expuesto mejor que el profesor Beltrán («Comentario del artículo 142», en la obra colectiva *Comentario de la Ley Concursal*, codirigida con el profesor Rojo, Cizur Menor, Civitas, 2004, tomo II, página 2305), que reconocía que esta solución legal «*puede fomentar actitudes torticeras del concursado*».

⁷⁹¹ *Vid. Infra* IX.

acreedores⁷⁹². Es la más evidente manifestación de que, en el procedimiento concursal español, la «tiranía» del deudor puede imponerse al interés de los acreedores, quienes no ostentan materialmente «soberanía» alguna sobre cuestiones esenciales del procedimiento como es la determinación de la solución a la insolvencia.

2.7.3. El caso de La Seda de Barcelona S.A.

Es ilustrativo el caso resuelto por la Audiencia Provincial de Barcelona (sección 15^a), por medio del auto de 2.VII.2014 (núm. 79/2014; ponente: Juan Francisco Garnica). El supuesto de hecho parte de unas negociaciones frustradas para alcanzar un nuevo acuerdo de refinanciación (el sexto), encaminadas a remover la situación de insolvencia inminente del grupo societario cuya sociedad dominante era La Seda de Barcelona S.A. El accionista mayoritario se negó a ceder a las peticiones de sus acreedores, quienes habían alcanzado un principio de acuerdo con el consejo de administración, formado, en su mayoría, por consejeros independientes. Para ello, y tras cesar al número oportuno de consejeros independientes, el accionista mayoritario promovió la solicitud de concurso voluntario, sobre la base de la insolvencia inminente de la sociedad, cuando aún estaba vigente el pacto de inexigibilidad de créditos y renuncia temporal de ejercicio de acciones («*standstill*»). Con ello se frustraba el acuerdo, no ejecutado, que había alcanzado el órgano de administración con más del 75 por ciento de los acreedores financieros, que representaban más de la mitad del pasivo de La Seda de Barcelona S.A.⁷⁹³.

Así, el órgano de administración (controlado por el accionista mayoritario) procedió a solicitar la declaración de concurso voluntario de La Seda de Barcelona S.A. y de sus sociedades filiales. El deudor presentó una propuesta anticipada de convenio de continuidad, donde se contemplaban determinadas quitas y esperas. A nadie escapa que se trataba de la «respuesta» del accionista mayoritario a la propuesta de acuerdo de refinanciación de los acreedores financieros que había sido aceptada por los consejeros independientes de La Seda de Barcelona S.A. Con otras palabras, el accionista mayoritario acudió al concurso de acreedores para tratar de imponer su solución frente a los propios acreedores. La propuesta anticipada de convenio no prosperó. Los acreedores que habían promovido el acuerdo de refinanciación y que

⁷⁹² Véase García-Villarrubia, M. «¿En qué supuestos podrá el socio negarse razonablemente a capitalizar su crédito en un acuerdo de refinanciación?; ¿podrá un acreedor negarse a capitalizar su crédito en el convenio?», *El Derecho. Revista de Derecho Mercantil*, nº 37, 2016.

⁷⁹³ Véase los hechos relevantes número 185.085, 185.884, 189.165 y 189.547.

se habían visto forzados a la solución concursal no iban a negociar con el deudor en el marco de una propuesta anticipada de convenio de continuidad.

La respuesta de los acreedores consistió en presentar una propuesta alternativa de convenio de asunción, que se presentó en la sociedad dominante y en las filiales. Conforme a esta propuesta, una sociedad de nueva constitución, controlada por los acreedores proponentes, resultaría adjudicataria de la empresa de La Seda de Barcelona S.A. como unidad económica en funcionamiento, en contraprestación por la asunción de la deuda una vez reestructurada, de conformidad con los términos y condiciones del convenio (art. 100.2.III LC). Esta propuesta se reproducía en las filiales, de modo que, en términos globales, la propuesta daría lugar a una estructura societaria paralela al grupo cuya matriz era La Seda de Barcelona S.A. Se trataba, en esencia, de un cambio de control de la empresa en crisis a favor de los acreedores proponentes.

Existía, con todo, una diferencia notable en el trato conferido a los acreedores de La Seda de Barcelona S.A. y a los de las filiales integrantes de la unidad de negocio «APPE». La finalidad de presentar una propuesta de convenio en La Seda de Barcelona S.A. obedecía única y exclusivamente a su titularidad sobre los derechos de propiedad industrial de los que son licenciatarias las sociedades de filiales «APPE» (y al hecho de reestructurar íntegramente al grupo societario a través de un convenio, por motivos reputacionales). Ello llevó a los acreedores proponentes a ofertar el pago de la totalidad de los créditos concursales de las filiales, en tanto que a limitar la recuperación de los acreedores de La Seda de Barcelona S.A. al uno por ciento⁷⁹⁴. Naturalmente, esta circunstancia suscitó la oposición de determinados acreedores de La Seda de Barcelona S.A. porque hubieran obtenido una recuperación mayor de su crédito de haber prosperado la propuesta anticipada de convenio. El hecho es que los acreedores proponentes contaban con la mayoría necesaria para aprobar la propuesta de convenio de asunción, tanto a nivel de la sociedad dominante como de las filiales. Esta mayoría se había obtenido a través de cesiones de créditos, tanto anteriores

⁷⁹⁴ Este trato dispar, además de suscitar controversia entre el deudor y los acreedores de La Seda de Barcelona S.A., presentaba ciertos riesgos de particular importancia para los acreedores. En primer lugar, dada la confrontación con el deudor (es decir, sin expectativa de ratificación de la garantía por parte de las filiales), los acreedores corrían el riesgo de ver reducido su crédito en las filiales, como consecuencia de votar a favor de un quita del 99 por 100 en el convenio de La Seda de Barcelona S.A., por mucho que las juntas se tramitaran de forma coordinada. La medida de este riesgo dependería de lo que se hubiera pactado en el contrato de garantía personal (cfr. arts. 101.2 y 135.2 LC). En segundo lugar, tras los oportunos pagos, las filiales verían reconocido un derecho de crédito en el concurso de La Seda de Barcelona S.A. (arts. 87.6 y 87.7 LC), lo que encarecería el convenio.

como posteriores a la declaración de concurso⁷⁹⁵, lo que suscitó alegaciones de abuso de derecho por parte de ciertos acreedores de La Seda de Barcelona S.A.⁷⁹⁶.

No se ocultan los problemas de orden práctico y dogmático suscitados por, al menos, tres de los hechos expuestos, a saber: (a) el hecho de que los acreedores proponentes fueran los socios de control de las sociedades asuntoras de la empresa titularidad de La Seda de Barcelona S.A. y sus filiales «APPE»⁷⁹⁷; (b) el haber logrado la mayoría de derechos de voto a través de cesiones de crédito, cuyo precio pudo no ser igual al ofertado al resto de los acreedores en la propuesta de convenio⁷⁹⁸; y (c) la posible limitación de los principios de publicidad y concurrencia cuando la enajenación de la empresa se produce a través de un convenio de asunción, en lugar de la fase de liquidación (con la cuestión que ello suscita en materia de deberes fiduciarios de los administradores)⁷⁹⁹.

El análisis recae ahora, en primer lugar, sobre la reacción del accionista mayoritario de La Seda de Barcelona S.A., que controlaba el consejo de administración tras la destitución de los consejeros oportunos, al constatar que no había apoyos suficientes para que pudiera prosperar la propuesta anticipada de convenio. Efectivamente, los acreedores proponentes presentaron un escrito donde presentaban el convenio de

⁷⁹⁵ Uno de los acreedores proponentes era una entidad financiera, por lo que recaía dentro del ámbito de aplicación subjetivo de la excepción del artículo 122.1.2º de la Ley Concursal entonces en vigor.

⁷⁹⁶ Cierta acreedor comercial alegó, en un brillante escrito de oposición al recurso de apelación interpuesto contra el auto de apertura de la liquidación, que: «*se pregunta esta parte si resulta equitativo someter a la consideración de los acreedores una propuesta de convenio que les ofrece una recuperación equivalente al uno por ciento del importe de sus créditos. En opinión de esta parte, lo que no resulta equitativo es permitir que unos determinados acreedores, abusando de la facultad conferida por el artículo 122.1.2º de la Ley Concursal, hayan adquirido un número de créditos que les permita controlar la masa pasiva, con la única finalidad de hacer pasar al resto de los titulares de créditos no adquiridos por un convenio que es claramente perjudicial para sus intereses. Considera esta parte que lo equitativo es que si los acreedores proponentes desean adquirir –o financiar la adquisición de– la empresa de la que es titular La Seda de Barcelona S.A., formalicen su oferta a través del procedimiento de liquidación y que éste se rija por los criterios de publicidad y concurrencia, que permitirán una mayor recuperación para los acreedores (...)*». Sin embargo, como puede apreciarse a la luz del auto del Juzgado de lo Mercantil número 1 de Barcelona, de 22.VI.2015 (autos de concurso voluntario 428/13-G; ponente: Yolanda Ríos), la tramitación coordinada de la liquidación de La Seda de Barcelona S.A. y de sus sociedades filiales «APPE» ha llevado, asimismo, a que el porcentaje asignado a la primera en el reparto del precio haya resultado asimismo irrisorio, en comparación con el recibido por las segundas. El problema que subyacía en este caso es que el deudor principal de la financiación era la sociedad dominante, en tanto que la parte de la empresa económicamente viable se hallaba localizada en las sociedades filiales, que eran asimismo garantes.

⁷⁹⁷ *Vid. Infra* VI.2.9.

⁷⁹⁸ *Idem*.

⁷⁹⁹ La cuestión que subyace, en definitiva, es si ha de promoverse una subasta en todo caso y en interés de los acreedores, cuando la solución al concurso da lugar a un cambio de control sobre la empresa en crisis. *Vid. Infra* VI.2.8.

asunción (23.XII.2013)⁸⁰⁰, al tiempo que anunciaban que la propuesta contaba con el apoyo suficiente de los acreedores como para lograr su aprobación. Frente a ello, La Seda de Barcelona S.A., tres meses después de presentar propuesta anticipada de convenio como la solución idónea frente al concurso, solicitó la apertura de la liquidación concursal (3.I.2014) sin esperar al recuento de votos ni a valorar la posibilidad de mantener la propuesta (arts. 109.1 y 110.1 LSC). El deudor manifestó en su escrito que hubo que abandonar la propuesta *«por haber surgido insalvables impedimentos de tipo jurídico y económico, lo que dejaba como única opción responsable la solicitud de la liquidación, a fin de evitar el deterioro que la tardanza en la conclusión del concurso podía ocasionar a la propia empresa y a los acreedores»*. También se hacía alusión a las propuestas de convenio presentadas por los acreedores y se decía que tal iniciativa *«no podía representar una opción válida y prevalente a la liquidación por adolecer de graves irregularidades formales y de fondo»*. En este sentido, se venía a sostener, en esencia, que la propuesta de convenio de asunción era (naturalmente) una solución liquidativa. Sin embargo, es evidente que el convenio de asunción (expresamente admitido en el artículo 100.2.III y IV LC), por mucho que comporte la enajenación de la empresa, no vulnera la prohibición del artículo 100.3 de la Ley Concursal. Y ello porque no da lugar a *«la liquidación global del patrimonio del concursado para satisfacción de sus deudas»*. Por el contrario, en virtud del convenio de asunción un tercero se compromete a pagar las deudas del concursado, en contraprestación por la adjudicación de la empresa en su totalidad (o de ciertas unidades productivas), con el compromiso de mantener la continuidad de la actividad empresarial (art. 100.2.IV LC). Pese a ello, en el escrito de solicitud de apertura de la fase de liquidación se indicaba que: *«las propuestas alternativas de convenio (...) son liquidaciones fraudulentas/encubiertas, así que hagamos la liquidación en la forma legalmente prevista respetando los principios de paridad de trato que la presiden, pagando los créditos conforme a Derecho»*. En definitiva, el deudor advirtió el riesgo de perder la titularidad de la empresa en favor de los acreedores financieros cuya propuesta de acuerdo de financiación ya hubo frustrado con la solicitud de concurso voluntario, sobre la base de su insolvencia inminente, sin esperar a la llegada a término del *«standstill»*. El deudor prefirió pedir la apertura de

⁸⁰⁰ Es reseñable que los acreedores hubieron presentado una propuesta de convenio de asunción con anterioridad en las sociedades filiales (4.XI.2013). Sin embargo, por medio de providencia de 13.XI.2013 (ponente: Marta Cervera), el Juzgado de lo Mercantil número 1 de Barcelona suspendió su admisión a trámite, sobre la base de que los procedimientos se tramitaban de forma coordinada (art. 25 *ter* LC) y el deudor tenía presentada propuesta anticipada de convenio en La Seda de Barcelona S.A. (sociedad dominante). Con todo, la admisión a trámite se suspendió a los meros efectos de forma y contenido, pero no a los de tiempo (cfr. art. 114.1 LC), aspecto que tuvo poca utilidad, en vista de la interpretación literal del artículo 142.1 de la Ley Concursal: el deudor puede pedir la liquidación en cualquier momento.

la sección quinta (fase de liquidación), para, por un lado, fomentar la publicidad de la enajenación y la concurrencia de otros postores, pero también, por otro, para frustrar la toma de control de la empresa por parte de los mismos acreedores proponentes a través del convenio de asunción (como ya lo habían intentado antes por medio del acuerdo de refinanciación), a pesar de que contaban con el apoyo mayoritario suficiente para aprobar la propuesta de convenio.

Los acreedores proponentes reaccionaron frente a la solicitud de apertura de la fase de liquidación mediante un escrito de alegaciones en el que (a) reiteraban el apoyo mayoritario con el que contaban para aprobar la propuesta de convenio de asunción; (b) mostraban su compromiso para reducir la quita establecida para los acreedores de La Seda de Barcelona S.A., hasta equipararla a la de la propuesta anticipada de convenio; y (c) ratificaban su compromiso de asumir la totalidad de los contratos laborales. Indicaban asimismo, conforme al preámbulo de la Ley Concursal, que el convenio es la «solución normal» al concurso y que, frente a la incertidumbre de la liquidación, su propuesta garantizaba la continuidad de la actividad empresarial, en beneficio de acreedores y trabajadores.

El auto de 29.I.2014 del Juzgado de lo Mercantil número 1 de Barcelona⁸⁰¹ estableció que la solicitud de apertura de la fase de liquidación contemplaba también el mantenimiento de la actividad empresarial, al proponer la enajenación del negocio «APPE» como una unidad productiva supranacional. Para ello, se proponía coordinar el plan de liquidación de la sociedad dominante (La Seda de Barcelona S.A.), con la venta de la empresa de las filiales conforme al artículo 43.2 de la Ley Concursal (sección tercera, fase común). Y se afirmaba, en todo caso, que: *«el que los acreedores hayan presentado una propuesta de convenio no impide a la concursada solicitar la liquidación y, aun siendo cierto que la exposición de motivos de la Ley Concursal perfila el convenio como la solución preferida y “normal”, tal preferencia no se refleja en el articulado. El artículo 142 de la Ley Concursal es clarísimo cuando dice que el deudor podrá pedir la liquidación “en cualquier momento”, sin establecer límite ni condición de tipo alguno. Si el legislador hubiera querido realmente concretar esa preferencia a favor del convenio que proclama en la exposición de motivos podía haberlo hecho limitando las facultades del deudor para pedir la liquidación cuando –como aquí acaece– los acreedores hubieran presentado propuesta de convenio, pero la realidad es que no lo hizo»*. Cabe poco que objetar de

⁸⁰¹ Autos de concurso voluntario 428/2013-G; ponente: Nuria Lefort.

lege lata a este pronunciamiento, especialmente en lo que se refiere a la pretendida preferencia del legislador por una solución u otra al concurso.

Los acreedores proponentes del convenio de asunción interpusieron recurso de apelación ante la sección 15^a de la Audiencia Provincial de Barcelona. Se alegaba, en primer lugar, que la propuesta de convenio de asunción debió ser admitida a trámite, en lugar de proveer la solicitud de apertura de la fase de liquidación, en la medida en que reunía el requisito de tiempo cuando se presentó (arts. 113.1 y 114.1 LC). Se discutía, en esencia, que la solicitud de la apertura de liquidación, posterior a la presentación de la propuesta de convenio, pudiera trancar la admisión a trámite de la primera (discusión inútil si el deudor puede solicitar voluntariamente la liquidación en cualquier momento, incluso en fase de cumplimiento del convenio *ex art. 142.1 LC*). En segundo lugar, se argüía que la solicitud de la apertura de la fase de liquidación antes del recuento de votos (cfr. arts. 108 y 109) conculcaba la prohibición de modificación o retirada de propuestas de convenio, conforme al artículo 114.2 de la Ley Concursal. Es decir, se ponía de manifiesto que la legítima elección del deudor entre la liquidación y (conforme al derecho vigente) el mantenimiento de la propuesta anticipada de convenio sólo podía realizarse tras el requerimiento del juzgado, al constatarse el fracaso de la propuesta (arts. 109.1 y 110.1 LC)⁸⁰². En tercer lugar, se

⁸⁰² En apoyo de esta tesis, se citaba el auto de 17.III.2010, de la Sección 15^a de la Audiencia Provincial de Barcelona (JUR 2010, 244930; ponente: Ignacio Sancho). En este caso, la concursada había presentado una propuesta de convenio que fue admitida a trámite. En el curso de la junta de acreedores, la concursada decidió renunciar a su propuesta y manifestar su adhesión a otra presentada por ciertos acreedores, que consistía en la modificación de ciertos aspectos de la propuesta por la concursada. El hecho de que la propuesta de los acreedores hubiera sido presentada de forma extemporánea (cfr. art. 113.2 LC) llevó al juez del concurso a dar por concluida la junta de acreedores y a acordar de oficio la apertura de la fase de liquidación (cfr. art. 143.1.1^o y 2^o LC). Frente a este resultado, la concursada recurrió dicho auto en apelación, argumentando que la propuesta de los acreedores debía tenerse por presentada o, subsidiariamente, que se había vulnerado la prohibición de retirar una propuesta del art. 114.2 LC. El fundamento de derecho tercero dispone al respecto que: «una vez rechazada esta nueva propuesta de convenio por extemporánea, el juzgado debía haber permitido que los acreedores debatieran y votaran la propuesta aportada en su día por la concursada, sin admitir su renuncia. Retirar una propuesta es equivalente a renunciar a la misma o revocarla, razón por la cual resulta en todo caso de aplicación lo dispuesto en el art. 114.2 LC, según el cual: “una vez admitidas a trámite, no podrán revocarse ni modificarse las propuestas de convenio”. La concursada carecía de facultades de disposición sobre esa propuesta de convenio, razón por la cual no podía impedir que fuera objeto de debate y votación por los acreedores concurrentes. Y es precisamente el interés y el legítimo derecho de los acreedores a pronunciarse sobre esta propuesta el que se ha visto defraudado con la decisión del juez mercantil de aceptar la revocación de la propuesta de convenio por la concursada, razón por la cual resulta irrelevante la posible contradicción entre dicha renuncia y el recurso de apelación, pues están en juego intereses de terceros (los acreedores) que son los que se han visto perjudicados». Frente a ello, el acreedor ordinario que se opuso al recurso de apelación alegó la disparidad de los supuestos de hecho, señalando que: «la prohibición del artículo 114.2 de la Ley Concursal tiene como finalidad poner coto a las malas prácticas generalizadas bajo la legislación concursal anterior, por las que el deudor retiraba su propuesta de convenio siempre en el momento de la junta, de forma simultánea a la presentación por parte de un grupo de acreedores de una propuesta de convenio con quitas expropiatorias y que contaba con el apoyo mayoritario de un grupo de acreedores que habían vendido sus créditos pocos días antes de la celebración de la junta».

alegaba que el artículo 128.3 constituye norma especial frente al 142.1 de la Ley Concursal y que, en el caso del primero, el automatismo que exige el segundo al juez para dictar auto abriendo la fase de liquidación se suaviza. En cuarto y quinto lugar, se sostenía una interpretación finalista del artículo 142.1, en atención al «interés del concurso» (cfr. art. 3.1 CC), y se denunciaba el ejercicio abusivo del derecho a solicitar la apertura de la fase de liquidación por parte del deudor (art. 7.2 CC)⁸⁰³.

Pues bien, la Audiencia Provincial de Barcelona (sección 15^a), por medio del auto de 2.VII.2014 (núm. 79/2014; ponente: Juan Francisco Garnica) desestimó el recurso de apelación, condenando en costas a los acreedores proponentes. Frente al argumento de que se presentó primero la propuesta anticipada de convenio, se opuso el deudor puede pedir la apertura de la liquidación en cualquier momento⁸⁰⁴. El auto rechaza también la alegación a la interdicción de retirada de propuestas, negando que haya que esperar al agotamiento del plazo para la presentación de adhesiones. Además, incide en que la admisión a trámite de la propuesta de convenio e incluso su aprobación no enerva la facultad del concursado de pedir la liquidación. *«El derecho a pedir la liquidación viene reconocido así, simplemente, sin sujeción alguna a condicionante ni a justificación (...). La Seda de Barcelona S.A. prefiere la liquidación, que por eso la ha propuesto, al plan de las proponentes del convenio (...). Lo que se advierte es simplemente la contraposición de dos planes o soluciones*

⁸⁰³ Frente a ello, el acreedor ordinario que se opuso al recurso sostuvo que: *«de acuerdo con el artículo 142.1 de la Ley Concursal el deudor tiene la facultad de decidir en cualquier momento la apertura de la fase de liquidación (...). El legislador no consideró necesario limitar el poder de disposición del deudor, en atención a la posible existencia de propuestas alternativas de convenio presentadas por los acreedores. Haber optado por esa opción habría significado un importante cambio en el modelo legal, dando un mayor poder de decisión a los acreedores, en línea con lo que ocurre en otros sistemas concursales como el norteamericano. No obstante, no se promovió ninguna reforma en este sentido por parte del legislador (...). Los términos en que está redactado el artículo 142.1 de la Ley Concursal son tan claros que no dan lugar a aplicar otros criterios interpretativos que el sentido propio de sus palabras (...). Los administradores del concursado deben ser conscientes de que esa decisión motivará la apertura de la sección sexta y la posible aplicación del artículo 172 bis de la Ley Concursal. Esa protección se antoja como suficiente para los acreedores (...). El principio de soberanía del deudor en relación con la liquidación es uno de los rasgos identificativos del sistema concursal español».*

⁸⁰⁴ Con todo, no se declara, como se alegaba en el escrito de oposición al recurso de apelación del deudor, el carácter «contractual» del convenio, de modo que, en todo caso, la aprobación judicial del convenio de asunción precisaba del consentimiento del deudor. En efecto, la Ley Concursal ha puesto fin al carácter «contractual» del convenio. El deudor puede oponerse a la aprobación judicial del mismo, mediante la solicitud de la apertura de la fase de liquidación (art. 128.3 LC). Véase al respecto, por ejemplo, Núñez-Lagos, A. «El convenio del concurso: contenido y procedimiento», en *Actualidad Jurídica Uría & Menéndez*, nº 6/2003, páginas 35 a 50 (especialmente: página 37). *«De lo anterior cabe defender que el convenio en la nueva Ley es desde luego un acuerdo entre los acreedores y no necesariamente un acuerdo entre los acreedores y el deudor, dado que aquellos pueden imponer el acuerdo al deudor. A este respecto, el hecho de que el deudor pueda tener una importante participación en el proceso (incluso proponiendo un convenio —artículos 104.1 y 110.1 LC—) en nada contradice lo anteriormente expuesto ya que la decisión final es de los acreedores».*

para el concurso de la sociedad y la elección por parte de ésta del que cree más adecuado, en lo que le favorecen las disposiciones legales». Se proclama, en definitiva, el principio de «la soberanía del deudor» para solicitar la liquidación aunque haya admitida a trámite una propuesta de convenio y aunque se haya aprobado judicialmente, sin perspectivas de incumplimiento ni de situación sobrevenida de insolvencia⁸⁰⁵.

2.7.4. Los acreedores carecen de legitimación para pedir la liquidación

Desde otra perspectiva, los acreedores carecen de legitimación para solicitar la apertura de la fase de liquidación, con una excepción. La salvedad a la regla general tiene lugar en caso de incumplimiento (o nulidad) del convenio o de situación renovada de insolvencia durante la fase de cumplimiento del mismo⁸⁰⁶.

Por tanto, los acreedores no disponen de facultad alguna en caso de que el procedimiento concursal se esté prolongando en el tiempo de forma innecesaria (por ejemplo, cuando ya es evidente que el deudor no va a lograr la mayoría necesaria para aprobar una propuesta de convenio). Cabe recordar, en este sentido, que la Ley Concursal no otorga preferencia a la solución convencional frente a la liquidativa (a pesar de la vocación del preámbulo⁸⁰⁷). Todo lo más, hay una deferencia procesal, en el sentido de que, salvo que el deudor pida la liquidación antes (art. 142.1 LC), la apertura de la fase de convenio se produce tras la conclusión de la fase común con la puesta de manifiesto de los textos definitivos (art. 111.1 LC),.

⁸⁰⁵ De hecho, la resolución cita el auto de la misma sección de 21.V.2014, número de recurso 35/2014 (no disponible en bases de datos), donde se desestimó la oposición de un acreedor a la solicitud del deudor de pedir la liquidación en fase de cumplimiento de convenio (se discutía si concurría o no la imposibilidad de cumplir). Aunque el supuesto de hecho es distinto, la Audiencia Provincial de Barcelona (sección 15^a), sostuvo en el auto de 16.VII.2008 (JUR 2008, 314627; ponente: Ignacio Sancho), que un socio minoritario carecía de interés legítimo para realizar observaciones al plan de liquidación, indicando que: *«esta restricción (la del art. 148.2 LC) no es extraña, pues la Ley Concursal obvia el interés de los socios de una sociedad de capital declarada en concurso, al carecer de legitimación directa para pedir el concurso o para oponerse a la solicitud, ni en los trámites en que se contempla el parecer de la propia concursada».*

⁸⁰⁶ Véase los artículos 2.4, 140, 142.2.II y 143.1.4^o y 5^o de la Ley Concursal.

⁸⁰⁷ Véase el apartado sexto del preámbulo de la Ley Concursal. Además, en el séptimo, se caracteriza la liquidación como solución subsidiaria, si bien cuando se declara de oficio o a solicitud de acreedor.

2.7.5. Legitimación de la administración concursal para pedir la liquidación

Al margen de los supuestos de incumplimiento del convenio o de situación de insolvencia renovada, la administración concursal tiene legitimación para solicitar (de forma facultativa) la liquidación en caso de cese de la actividad profesional o empresarial. Aun así, se da traslado al deudor de la solicitud (i) de suspensión de la actividad (art. 44.4 LC) y (ii) de apertura de la fase de liquidación (art. 142.3 LC). La Ley no concede trámite de alegaciones a los acreedores ni legitimación subsidiaria ante la inactividad de la administración concursal (art. 54.4 LC).

2.7.6. Legitimación para solicitar la «conversion» a Chapter 7 en el derecho estadounidense

El *U.S. Bankruptcy Code* establece una solución distinta. Por un lado, el régimen es más favorable para el deudor, pues se establece expresamente la posibilidad de convertir un caso de liquidación (*Chapter 7*) en uno de convenio (*Chapter 11*), tanto a instancias (i) del deudor –sección 706(a)– (salvo que haya habido una previa conversión de *Chapter 11* a *Chapter 7* a instancia de un acreedor, lo que exige justa causa conforme a la sección 1112(b)⁸⁰⁸); como (ii) de otras partes personadas (y, por tanto, con interés legítimo) tras la concesión de un trámite de alegaciones y la celebración de una vista –sección 706(b)–. En España, donde el procedimiento concursal es único y la solución a la insolvencia puede ser convencional o liquidatoria, del deudor no dispone de la facultad de «rectificar» una vez abierta la fase de liquidación, ni siquiera cuando se ha abierto a petición del propio deudor. Por ejemplo, un cesionario de créditos puede estar dispuesto a facilitar una solución negociada que rechazaron los acreedores cedentes.

Por otro lado, el deudor puede pedir la apertura de la fase de liquidación (conversión de *Chapter 11* en *Chapter 7*), siempre que (i) no haya sido suspendido en el ejercicio sobre las facultades de administración y disposición sobre su patrimonio («*debtor-in-possession*»); (ii) que el procedimiento concursal sea voluntario (*i.e.* que no sea un «*involuntary case*»); y (iii) que el *Chapter 11* no provenga de un conversión en *Chapter 7* a instancia de otra parte personada (por ejemplo, de un acreedor) –sección

⁸⁰⁸ Por tanto, y en esto el ordenamiento estadounidense es más tuitivo con los acreedores que el español, es posible la solicitud de la apertura de la liquidación concursal a instancias de un acreedor, si bien se exige justa causa y que dicha solicitud resulte en el mejor interés de los acreedores y de la masa activa. La decisión se adopta tras un trámite de alegaciones y la celebración de una vista (sección 1102(b)).

1112(a)⁸⁰⁹. Aunque se reúnan esas circunstancias, no hay ninguna limitación para que, en *Chapter 7*, cualquier acreedor pueda volver a pedir la conversión en *Chapter 11* (sección 706(b)), en cuyo caso, el deudor ya no podría volver a pedir la liquidación (sección 1112(a)(3)). Es decir, aunque la norma concede deferencia a la decisión del deudor, los acreedores pueden impedir comportamientos espurios del deudor, si bien de forma indirecta.

A diferencia del derecho español, los acreedores también pueden pedir la apertura de la fase de liquidación cuando concurre «justa causa» y se demuestra que no se van a alcanzar las mayorías necesarias para la aprobación de un convenio⁸¹⁰. La adopción de la decisión se realiza tras la concesión de un trámite de alegaciones y la celebración de una vista; debe estar motivada por «justa causa»; y, finalmente, debe obedecer al mejor interés de los acreedores y de la masa activa. La sección 1112(4) del *U.S. Bankruptcy Code* establece un listado de supuestos considerados como «justa causa» para justificar la conversión del *Chapter 11* en *Chapter 7* a instancia de los acreedores. Además de otras causas que, en derecho español, operan como presunciones de generación o agravación de insolvencia en caso de apertura de la sección sexta de calificación –que no existe en derecho estadounidense– (*e.g.* falta de asistencia a la junta de acreedores), también se incluyen, entre otras, las siguientes: (i) «*substantial or continuing loss to or diminution of the estate and the absence of a reasonable likelihood of rehabilitation*»; (ii) «*gross mismanagement of the estate*»; (iii) «*failure to maintain appropriate insurance that poses a risk to the estate or to the public*»; o (iv) «*unauthorized use of cash collateral substantially harmful to 1 or more creditors*».

Con todo, salvo en el primer caso [(i)], la sección 1112(b)(2) establece que el órgano jurisdiccional puede no convertir el *Chapter 11* (convenio) en *Chapter 7* (liquidación) ante (i) hechos inusuales que demuestren que esta decisión no resulta «*in the best interests of creditors and the estate*»; y (ii) la acreditación por el deudor (si la solicitud de conversión la hace un acreedor⁸¹¹) u otra parte personada (*e.g.* el acreedor proponente) de que existe una probabilidad razonable de que se apruebe el convenio

⁸⁰⁹ En este sentido, la sección 706(b) no exige ninguna justificación particular, si bien se concede trámite de alegaciones y la decisión de adoptar tras la celebración de una vista.

⁸¹⁰ Con todo, el órgano jurisdiccional puede optar por nombrar a un «*trustee*» o «*examiner*» conforme a la sección 1104(a), atendiendo al mejor interés de los acreedores y de la masa.

⁸¹¹ En ese caso, con la excepción de pérdidas y disminución de masa continuada, el deudor debe acreditar (i) que la ocurrencia de los hechos que motivan la solicitud de los acreedores (o cualquier otra parte con interés legítimo) tienen justificación razonable; y (ii) que pueden ser subsanados en un plazo razonable que fije el órgano jurisdiccional (sección 1112(a)(2)(B)).

en el plazo previsto por la Ley o, en su defecto, en uno razonable (por ejemplo, porque se cuenta con las mayorías oportunas). Por tanto, en la medida en que la solución liquidatoria no sea más oportuna en términos de recuperación que la propuesta de convenio, el proponente puede defenderse frente a la solicitud de liquidación (salvo que sea a cargo del deudor, en cuyo caso, la única posibilidad consiste en volver a pedir la conversión en *Chapter 11*, cuando el deudor ya no podría volver a solicitar la liquidación).

2.7.7. La asignación de derechos políticos para pedir la liquidación como instrumento de gobierno corporativo y mandato constitucional

La facultad del deudor de pedir la liquidación en cualquier momento y sin justificación alguna constituye un indudable mecanismo de gobierno corporativo. Los incentivos para negociar son claros: el deudor promueve una solución negociada a sus acreedores bajo la «amenaza» de pedir la liquidación en caso contrario. Sin embargo, no se dota a los acreedores (la otra parte del procedimiento) de la misma capacidad negociadora. Estos no pueden pedir la liquidación como «amenaza» para que el deudor acepte su propuesta de convenio⁸¹².

Este desequilibrio sólo puede justificarse desde la configuración del concurso de acreedores como un mecanismo idóneo para refinanciar *sociedades* económicamente viables. Esta decisión de política legislativa es desafortunada. La promoción de la continuidad de la actividad empresarial adquiere únicamente sentido como mecanismo de tutela mediata de los acreedores; de la función solutoria del concurso. La titularidad de la empresa (y más aún los socios de la sociedad deudora) debería resultar indiferente al legislador, hasta el punto de que el concurso, atendiendo a la valoración de la empresa, podría servir como catalizador para el cambio de control de empresas económicamente viables pero gestionadas de un modo ineficiente («*market for corporate control*»)⁸¹³. No se trata de un procedimiento expropiatorio, sino de la estricta aplicación de las reglas imperativas de prelación de pagos de la propia Ley Concursal, que deberían resultar de aplicación tanto en liquidación como en sede de convenio.

La cuestión que se suscita es si este escenario tiene acomodo desde la perspectiva del marco constitucional que informa el ordenamiento jurídico español. Y ello desde dos

⁸¹² *Vid. Infra* VI.3.

⁸¹³ *Vid. Infra* X.1.

puntos de vista: (i) la falta de legitimación de los acreedores para pedir la liquidación con base en el derecho a la propiedad privada (art. 33 CE); y (ii) la facultad del deudor para pedir la liquidación en cualquier momento, como garantía del derecho a la libertad de empresa (art. 38 CE). La respuesta debería ser afirmativa.

2.7.8. La base constitucional de la ausencia de legitimación de los acreedores para pedir la liquidación

El derecho español no se limita a promover la continuidad de la actividad empresarial, como solución óptima, en casos de «*financial distress*»⁸¹⁴, para atender de forma mediata al interés del concurso (la maximización de la función solutoria). El concurso de acreedores otorga una «segunda oportunidad» al deudor persona jurídica (lo que se compadece mal con el mecanismo del «*second chance*», concebido para incentivar al empresario individual⁸¹⁵).

Ante la falta de solicitud de liquidación del deudor, la apertura de la sección quinta da lugar, por defecto, al comienzo de la fase de convenio (art. 111 LC). La sociedad deudora tiene la oportunidad de refinanciarse y mantener la titularidad de la empresa si logra el apoyo de los acreedores. Se limita la legitimación para solicitar la apertura de la fase de liquidación, que corresponde en exclusiva al deudor. La excepción es la suspensión de la actividad empresarial, en cuyo caso, la administración concursal también está facultada para pedir la apertura de la fase de liquidación (arts. 44.4 y 145.3 LC). Y aun así (en ambos casos), el juez debe dar traslado y audiencia al deudor.

A diferencia del derecho comparado, los acreedores no están facultados para pedir la liquidación⁸¹⁶ (ni aunque del análisis de la documentación presentada por el deudor se constate la inviabilidad económica de la empresa). Y ni siquiera en el caso de las sociedades vehiculares de financiación de determinados proyectos, donde la concentración de acreedores podría permitir constatar la dificultad (o imposibilidad) de aprobar una propuesta de convenio. La solicitud de la apertura de la fase de liquidación a cargo de los acreedores titulares de un determinado porcentaje del pasivo permitiría acreditar que la propuesta convencional del deudor carece de apoyo, lo que contribuiría a reducir los tiempos del procedimiento.

⁸¹⁴ Vid. *Supra* I.1.2.

⁸¹⁵ Vid. *Supra* I.4.

⁸¹⁶ Vid. *Supra* VI.2.7.6.

¿Por qué no están legitimados los acreedores para pedir la apertura de la fase de liquidación concursal? Como es sabido, la limitación de los derechos constitucionales requiere una previsión legal y, además, la concurrencia de proporcionalidad entre la limitación al derecho y el favorecimiento del beneficiario. Pues bien, los procedimientos de ejecución forzosa comportan, bien la entrega directa (art. 634 LEC), o bien, en el marco de la vía de apremio (convenio de realización -«venta directa»-, venta a través de persona especializada o subasta), la realización del patrimonio del deudor para pagar con el producto a los acreedores (arts. 635 y ss. LEC). Desde esta perspectiva, la fase de liquidación, en el marco de la sección quinta del procedimiento concursal, constituye un procedimiento de apremio colectivo. El plan de liquidación formulado por la administración concursal y aprobado por el juez del concurso –o, en su defecto, las «reglas legales de liquidación»– (arts. 148 y 149 LC) comprende el método de entrega directa o de realización del inventario para pagar a los acreedores de conformidad con las normas imperativas de prelación de pagos (arts. 154 y ss. LC). La enajenación unitaria de la empresa es el método preferente de realización (cuando el producto esperado sea superior al que se obtendría de la realización individual de los activos *ex* arts. 148.1 y 149.I.1º LC).

Pues bien, como el concurso suspende el ejercicio de acciones de ejecución individuales en beneficio del común (arts. 55 y ss. LC), no se advierte la necesidad de ninguna justificación adicional para que los acreedores decidan cobrar del producto obtenido por la realización del haber social, en lugar de otorgar su consentimiento para alcanzar un convenio. Es decir, la «venta judicial forzosa» que comporta la fase de liquidación concursal se encuentra justificada, al igual que ocurre en la vía de apremio de los procedimientos de ejecución singulares, en la medida en que el deudor no ha pagado a sus acreedores. El «justiprecio» es la extinción del derecho de crédito de sus acreedores (art. 33.3 CE).

Esta disparidad de derechos entre deudor y acreedores para solicitar la liquidación ha de encontrar acomodo, entonces, en la propia finalidad del concurso: la limitación individual de los derechos de los acreedores para promover el interés común de todos ellos (el problema de acción colectiva). El reconocimiento de un derecho individual a favor de los acreedores para pedir la liquidación concursal podría incrementar los costes de transacción que el concurso pretende reducir. La tutela de los acreedores que disienten de la mayoría se tutela a través del trámite de oposición a la aprobación judicial del convenio (art. 128 LC).

Sin embargo, semejante interpretación ignoraría que cualquier acreedor tiene legitimación para solicitar la declaración de concurso necesario (salvo que hubiera adquirido el crédito después de su vencimiento, por actos *inter vivos* y a título singular, durante los seis meses anteriores *ex art. 3.1 LC*). Al margen de la suspensión temporal, conforme a la comunicación del artículo 5 *bis* de la Ley Concursal (incluso si se está tramitando una solicitud de homologación), cualquier acreedor puede truncar las negociaciones mediante la oportuna demanda de solicitud de concurso necesario. A nadie escapa que con ello ha habido quien ha negociado una recuperación mayor de su crédito a la que le correspondería en el concurso. Sin embargo, este comportamiento oportunista no tendría lugar con la solicitud de la liquidación porque la recuperación depende de la estricta observancia de las normas de prelación de pagos (arts. 154 y ss. LC), cosa que no ocurre necesariamente en caso de convenio (art. 134.1.II LC).

En definitiva, la falta de legitimación de los acreedores para solicitar la liquidación no puede explicarse desde la perspectiva del derecho de propiedad. Sencillamente, el concurso otorga una «segunda oportunidad» a la sociedad deudora. Por un lado, se abre por defecto la fase de convenio tras la finalización de la fase común (art. 111 LC). Por otro, se incrementa el poder de negociación del deudor mediante la «amenaza» de poder pedir la apertura de la fase de liquidación en cualquier momento.

2.7.9. La base constitucional de la facultad libérrima del deudor para pedir la liquidación en cualquier momento

La facultad libérrima de la junta general para acordar la disolución en cualquier momento, haya o no concluido el procedimiento concursal, trae causa de la imposibilidad de obligar a una persona a gestionar una empresa en interés de sus acreedores (el derecho constitucional a la libertad de empresa *ex art. 38 CE*). Los acreedores no pueden imponer un convenio de continuidad al deudor, de modo que se le obligue a continuar la actividad empresarial en interés exclusivo de sus acreedores (en la medida en que se tiene que pagar en los términos y condiciones del convenio). Ante esta tesitura, el deudor que prefiera ver enajenados sus activos para pagar con el producto a los acreedores, antes que gestionar la empresa en interés de estos, puede pedir la liquidación en cualquier momento. Dicho de otro modo, el deudor puede, a través de su órgano de administración, elegir entre mantener la titularidad de la empresa, pero aceptando gestionarla en interés de sus acreedores hasta haberles pagado, o liberarse de la obligación de gestionar la empresa en interés ajeno, pero renunciando a la propiedad de los activos. Se entiende así la libérrima

facultad de pedir la liquidación en cualquier momento, sin justificación alguna (arts. 128.3 y 142.1 LC).

Ahora bien, ¿constituiría el impago y la limitación de derechos propia de la declaración de concurso una causa razonable para limitar el derecho constitucional a la libertad de empresa (art. 38 CE)⁸¹⁷? Probablemente sí, pero sería preciso una previsión expresa de la Ley Concursal. En este trabajo se propone modificar el artículo 142.1 de la Ley Concursal para someter la solicitud de liquidación a trámite de alegaciones, de modo que se declare la apertura cuando se acredite que se trata de la solución que resulta en el mejor interés de los acreedores.

Con todo, la justificación del derecho a la libertad de empresa para pedir la liquidación desaparece cuando el convenio conlleva un cambio de control sobre el deudor o la empresa. Es el caso, sin duda, del convenio de asunción (art. 100.2.III y IV LC), pero, también, de los convenios de continuidad que contemplan la ejecución de un acuerdo de ampliación de capital por compensación de créditos (art. 100.2.I y II LC) o una modificación estructural susceptible de conllevar dicho cambio de control (art. 100.3 LC). Sin embargo, en el caso de La Seda de Barcelona S.A. (propuesta de convenio de asunción)⁸¹⁸, la sección 15^a de la Audiencia Provincial de Barcelona (auto número 79/2014; ponente: Juan Francisco Garnica) desestimó esta consideración. *«Las apelantes, por un lado, presentan la teoría según la cual el derecho de la concursada a optar por la liquidación está vinculado al supuesto de que se le quiera imponer un convenio de continuidad, cosa que desde luego no cabe en virtud del principio de libertad de empresa recogido en el artículo 38 de la Constitución. De ello deducen que, dado que el convenio propuesto por ellas no impone la continuidad de La Seda de Barcelona S.A. en la actividad empresarial, sino que es de asunción de tal actividad por un ente distinto, no tienen justificación los impedimentos que plantea la concursada a la admisibilidad y viabilidad del convenio. A esto hay que decir, que en ningún lugar de la Ley está contemplado ni este supuesto de condicionalidad del derecho ni ningún otro. El derecho a pedir la*

⁸¹⁷ Durante la fase de cumplimiento del convenio, donde la junta general mantiene la facultad libérrima para acordar la disolución en cualquier momento (*Vid. Supra* VI.2.7.2), la justificación sería, acaso, el coste de oportunidad en el que habrían incurrido los acreedores (salvo que se acreditara la existencia de una oferta que supusiera un precio superior a la expectativa de recobro conforme al convenio).

⁸¹⁸ *Vid. Supra* VI.2.7.3.

liquidación viene reconocido así, simplemente, sin sujeción alguna a condicionante ni justificación»⁸¹⁹.

Conforme a esta línea doctrinal, la junta general puede acordar la disolución o impartir instrucciones al órgano de administración para que pida la liquidación en cualquier momento, a pesar de carecer de cualquier tipo de incentivo económico en una decisión u otra. Efectivamente, en ambos casos (convenio de asunción o de continuidad con cambio de control) el deudor (o los socios) ve enajenado su patrimonio (o parte: la mayoría del capital social del propio deudor) para pagar con ello a los acreedores. Sin embargo, la Audiencia Provincial de Barcelona consideró que la solicitud de la liquidación en contra de la voluntad mayoritaria de los acreedores no constituía abuso de derecho (art. 7.2 CC), ni siquiera aunque el deudor careciera de todo incentivo económico para adoptar semejante decisión.

¿Por qué habría de gozar el deudor de esta libérrima facultad de imponer una solución u otra al concurso, en contra de la voluntad soberana de sus acreedores; los sujetos cuyo interés tutela el concurso de acreedores? Si el deudor tiene el deber de solicitar el concurso en interés de sus acreedores, ¿por qué puede imponer una solución contraria al sentir mayoritario de los acreedores, cuando carece de todo incentivo económico en cualquiera de las alternativas planteadas? Como se expone a continuación, la respuesta sólo puede provenir desde la perspectiva de los deberes fiduciarios del órgano de administración del deudor, cuestión que no fue alegada por el deudor ni traída a colación por el tribunal *ad quem*. De otro modo, la solución del derecho español de la insolvencia es insólita⁸²⁰.

2.8. Los deberes de los administradores ante el cambio de control en situaciones de insolvencia empresarial

La cuestión es si el órgano de administración del deudor concursado, como ocurrió en el caso de La Seda de Barcelona S.A.⁸²¹, debería promover la subasta judicial de la empresa, en el marco de la fase de liquidación, cuando la propuesta de convenio (bien de asunción, o bien de continuidad con capitalización de créditos) dé lugar a un cambio de control. Es decir, la libérrima facultad del deudor de pedir la apertura de

⁸¹⁹ Véase, asimismo, la sentencia del Juzgado de lo Mercantil de Pamplona, de 5.VII.2007 (JUR 2007, 368541; ponente: Ildfonso Prieto).

⁸²⁰ *Vid. Infra* VI.3.1 y VI.3.2.

⁸²¹ *Vid. Supra* VI.2.7.3.

la fase de liquidación, incluso en un caso de convenio de asunción como el de La Seda de Barcelona S.A., ¿podría también comprender un deber del órgano de administración de promover la subasta de la empresa, en interés común de los acreedores y a pesar de la voluntad soberana mayoritaria? ¿Se trata de un instrumento de protección para la minoría disidente? ¿Podría ser ésta la *ratio* del artículo 142.1 de la Ley Concursal, cuando no resulta de aplicación el derecho a la libertad de empresa y donde el deudor, por ser objeto de disolución y liquidación, y sus socios, por hallarse «*out of the money*», carecen de todo incentivo para solicitar la liquidación, en la medida en que la propuesta contempla un cambio de control sobre la empresa en crisis? En el caso de La Seda de Barcelona S.A., la solicitud de apertura de la liquidación acompañaba una manifestación de interés que incluía una oferta preliminar. Cabía presuponer que la solicitud de la apertura de la fase de liquidación promovería la maximización del precio obtenido para los acreedores, conforme a los principios de publicidad y concurrencia.

La *ratio* del precepto no parece ser ésta, máxime cuando los acreedores disidentes carecen de legitimación para solicitar la apertura de la fase de liquidación (ni siquiera cuando ha cesado la actividad *ex art. 142.3 LC*). La ampliación del círculo de legitimados para solicitar la liquidación podría obedecer a la protección del interés general de los acreedores disidentes en promover la maximización del precio de adjudicación conforme a los principios de publicidad y concurrencia. En la solicitud de apertura de la liquidación (a instancia del deudor, de los acreedores o de la administración concursal) debería acreditarse que la solución convencional es sub-óptima y que, en la fase de liquidación, el precio obtenido en la subasta sería previsiblemente superior que en la «venta directa» a través del convenio de asunción (cfr. art. 640.2.II LEC). Sin perjuicio de la ampliación de los legitimados para pedir la liquidación⁸²², se propone introducir como medidas de protección de la minoría disidente ante soluciones sub-óptimas (i) la carga del proponente de acreditar que el convenio constituye una solución al menos idéntica a la liquidación en términos de recuperación⁸²³; y (ii) regular expresamente las situaciones de conflictos de interés, como se indica a continuación⁸²⁴.

⁸²² Se establecería un porcentaje mínimo de créditos (veinte por ciento) y se exceptuaría esta facultad durante la fase de cumplimiento del convenio (salvo en el caso de incumplimiento o renovada situación de insolvencia *ex art. 142.2.II LC*). *Vid. Infra VIII.2.10*.

⁸²³ *Vid. Infra VI.3.1.2 y VIII.2.4*.

⁸²⁴ *Vid. Infra VI.2.9 y VIII.2.9*.

Finalmente, cabe señalar que el deber de neutralidad no impone a los administradores la obligación de promover una subasta en los supuestos de cambio de control de una sociedad cotizada; únicamente están facultados para buscar mejores alternativas (art. 134.3 LMV⁸²⁵). Por otro lado, nada impide que haya propuestas de convenio de asunción competidoras (aunque, ciertamente, el art. 113 LC exige el apoyo del veinte por ciento del pasivo –lo que se propone modificar–).

2.9. *Conflicto de interés y derecho de voto. Precio de la cesión de créditos. La solución al caso de La Seda de Barcelona S.A.*

La tutela de los acreedores de La Seda de Barcelona S.A. que no cedieron su derecho de crédito merece otro tipo de protección que no es desconocida en derecho español. No se era preciso la proclamación de la «soberanía del deudor» para impedir que se superara la situación de insolvencia de La Seda de Barcelona S.A. mediante la aprobación de un convenio de asunción. El problema que subyacía era un conflicto de interés que afectaba a los acreedores proponentes, pues controlaban la sociedad de nueva constitución que iba a comprometerse a asumir la deuda reestructurada, en contraprestación por la adjudicación de la empresa (el «asuntor»)⁸²⁶.

Sabido es que el artículo 125.1 de la Ley Concursal establece la regla de la «doble mayoría» cuando se confiere un trato singular a ciertos acreedores. En este caso, es necesario obtener el apoyo mayoritario de la clase de acreedores no beneficiada por el trato singular. La solución, en última instancia, es idéntica a la necesidad de aprobar el convenio por acreedores no conflictuados que representen la mayoría oportuna de créditos (cfr. art. 190.2 LSC). Sin embargo, en el caso de La Seda de Barcelona S.A. el «trato singular» no concurría desde la perspectiva aislada del concurso de la sociedad dominante, sino que, para ello, había que reparar en el trato que obtenían los acreedores proponentes en el concurso de las sociedades filiales (pago íntegro). Los acreedores proponentes eran cesionarios de créditos financieros avalados por las filiales de La Seda de Barcelona S.A. Sin embargo, ni la tramitación coordinada de los procedimientos (art. 25 *ter* LC) ni la aprobación condicionada de los convenios (art. 101.2 LC) habilitaban a establecer en el concurso de acreedores de la sociedad dominante la regla de la «doble mayoría», pues ello equivaldría a permitir una suerte de «consolidación de masas» (solución excepcional *ex art. 25 ter.2* LC). Además, el mero hecho de que las propuestas de convenio de las sociedades filiales

⁸²⁵ *Vid. Supra* III.4.

⁸²⁶ *Vid. Supra* VI.2.7.3.

garantes contemplaran un trato favorable a los acreedores proponentes (pago íntegro) tampoco supondría *per se* un trato singular. Naturalmente, la expectativa de recuperación de los acreedores se encontraba limitada al valor total del crédito (cfr. art. 161.1 LC).

Por todo ello, el conflicto de interés residía en la doble condición de los proponentes como acreedores del deudor y socios «de control» de la sociedad asuntora. Como tomaban el control de la empresa a través de su propia sociedad vehicular, el esquema de recuperación de su derecho de crédito era tal que, marginalmente, llegaba un punto en el que les compensaba recuperar menos como acreedores de la sociedad asuntora (lo que imponían al resto de acreedores con su voto mayoritario) que como socios de la misma (la participación en su capital social no fue ofrecida a todos los acreedores, de modo que no se respetaba la *par condicio creditorum*); y, de ahí, el conflicto de interés. Desde esta perspectiva, el ámbito de aplicación del artículo 125.1 de la Ley Concursal podría resultar limitado para abordar el tratamiento de este conflicto de interés.

Caben dos soluciones para paliar este problema de gobierno corporativo. Por un lado, facultar a los acreedores (que no fueran personas especialmente relacionadas con el deudor) y a la administración concursal para solicitar del juez del concurso, a través del incidente concursal, la suspensión del derecho de voto de los acreedores respecto de los cuales se acredite que se hallan en situación de conflicto de interés (no meramente posicional). La carga de la prueba correspondería, conforme a las normas generales, a la administración concursal o al acreedor que alegara la existencia del conflicto de interés.

La alternativa a esta solución (suspensión de derechos *ex ante*) sería el establecimiento de una nueva causa de oposición a la aprobación judicial del convenio (art. 128 LC), trasladando al ámbito concursal el «*entire fairness test*» del artículo 190.3 de la Ley de Sociedades de Capital⁸²⁷. El voto del acreedor susceptible de hallarse en conflicto con el resto de acreedores habría de ser decisivo⁸²⁸ para la adopción del acuerdo (cfr. art. 190.3 LSC), pues de lo contrario sería aplicable el «test de resistencia» (cfr. art. 204.3.d) LSC).

⁸²⁷ Ésta es la solución que se propone en este trabajo (*Vid. Infra* VIII.2.9.).

⁸²⁸ Véase a este respecto el acuerdo de 17.III.2015, alcanzado por los jueces y secretarios judiciales de Barcelona, sobre aspectos procesales introducidos por la ley 31/2014, en materia de impugnación de acuerdos sociales.

El último aspecto a analizar respecto al caso de La Seda de Barcelona S.A. es la cesión de créditos, pues ello permitió a los acreedores proponentes del convenio de asunción evitar que el deudor recabara los apoyos suficientes para aprobar la propuesta anticipada de convenio de continuidad. Se trata de un aspecto que fue alegado en los dos escritos de oposición frente al recurso de apelación interpuesto por los acreedores proponentes contra el auto de apertura de la fase de liquidación.

El problema no es la cesión en sí misma, sino el precio pagado por el cesionario al cedente. En concreto, la controversia surge cuando la contraprestación satisfecha por la adquisición del crédito es superior a la expectativa de recuperación del acreedor conforme al convenio que propone el cesionario. Ante esta tesitura, el artículo 128.1.IV de la Ley Concursal, con base al tradicional concepto de «inteligencias fraudulentas», establece como motivo de infracción legal de normas sobre contenido, adhesiones y tramitación de la propuesta de convenio, *«aquellos supuestos en que la adhesión o adhesiones decisivas para la aprobación de una propuesta anticipada de convenio o tramitación escrita, o, en su caso, el voto o votos decisivos para la aceptación del convenio por la junta, hubieren sido emitidos por quien no fuere titular legítimo del crédito u obtenidos mediante maniobras que afecten a la paridad de trato entre los acreedores ordinarios»*. La dificultad en el caso concreto del malogrado convenio de asunción de La Seda de Barcelona S.A. residía en que los acreedores cedentes no disponían de un único patrimonio contra el que dirigirse, dado que las sociedades filiales «APPE», donde se ofrecía pago íntegro a los acreedores, eran garantes de la deuda financiera de su sociedad dominante. Por tanto, existía una justificación para que el precio por el crédito cedido por estos acreedores financieros fuera superior al porcentaje de recuperación de crédito contemplado para otros acreedores ordinarios de La Seda de Barcelona S.A.

Por todo ello, hay que concluir que la solución óptima para los acreedores no pasaba por reconocer la facultad del deudor de pedir la liquidación ni por alegar la existencia de «inteligencias fraudulentas», sino por establecer una solución al conflicto de interés que afectaba a los acreedores proponentes del convenio de asunción. Ante la

falta de regulación expresa, la solicitud de apertura de la fase de liquidación protegió en cierta medida⁸²⁹ a los intereses de los acreedores de La Seda de Barcelona S.A.

2.10. Los acreedores no pueden pedir la calificación culpable del concurso

Aunque los acreedores ostentan la condición de parte para alegar cuanto estimen oportuno a propósito de la calificación del concurso, coadyuvar en la concreta petición formulada (art. 168 LC) y para recurrir la sentencia (art. 172 bis.4 LC), la Ley impone al juez el archivo de la sección de calificación si tanto la administración concursal como el Ministerio Fiscal coinciden en calificar el concurso como fortuito (arts. 169 y 170 LC)⁸³⁰. El riesgo, en la práctica, es el posible alineamiento de incentivos entre el deudor y la administración concursal, lo que, unido a la apatía del Ministerio Fiscal, puede privar a los acreedores de uno de los principales mecanismos de reintegración de activos a la masa.

2.11. Conclusión: «segunda oportunidad» del deudor persona jurídica y «despotismo ilustrado» de la Ley Concursal

A pesar de identificar el «interés del concurso» de forma primordial con la función solutoria del procedimiento, el derecho de la insolvencia español desprovee a los

⁸²⁹ Como puede apreciarse a la luz del auto del Juzgado de lo Mercantil número 1 de Barcelona, de 22.VI.2015 (autos de concurso voluntario 428/13-G; ponente: Yolanda Ríos), la tramitación coordinada de la liquidación de La Seda de Barcelona S.A. y de sus sociedades filiales «APPE» ha llevado a que el porcentaje asignado a la primera en el reparto del precio haya resultado asimismo irrisorio, en comparación con el recibido por las segundas. El problema que subyacía en este caso es que el deudor principal de la financiación era la sociedad dominante, en tanto que la parte de la empresa económicamente viable se hallaba localizada en las sociedades filiales, que eran asimismo garantes.

⁸³⁰ Véase las sentencias del Tribunal Constitucional (sala primera) de 13.II.2012 (RTC 2012, 15; ponente: Adela Asúa) y del Tribunal Supremo de 3.II.2015 (RJ 2015, 644; ponente: Sebastián Sastre), en cuyo fundamento de derecho tercero expone que la *ratio* de los artículos 169 y 170 de la Ley Concursal «es que el Ministerio Fiscal, como tutor de los intereses públicos, y la administración concursal, como defensor y representante de los intereses generales del concurso, son los únicos que pueden formular propuestas de resolución que puedan ser tenidas en cuenta por el juez». Sin embargo, no parece justificado remitir a los acreedores al trámite de depurar la eventual responsabilidad de la administración concursal (art. 36.1 LC); máxime cuando la Ley contempla supuestos de legitimación extraordinaria y subsidiaria a favor de los acreedores (arts. 54.4 y 72 LC). Con todo, la Ley Concursal también limita la legitimación de los acreedores en cuanto al ejercicio de la acción social una vez declarado el concurso (art. 48 *quáter* LC). El Tribunal Constitucional (pleno) ha inadmitido, mediante auto de 16.II.2016 (RTC 2016, 35) la cuestión de inconstitucionalidad nuevamente interpuesta por el Juzgado de lo Mercantil número 1 de Oviedo. Con cita en la STS 3.II.2015 considera (fundamento jurídico cuarto) que «la limitación de la intervención del acreedor y de aquellos que ostentan un interés legítimo en la sección de calificación, se sustenta en la consideración de que los “intereses que se ejercitan en la sección de calificación no son estrictamente privados, pues los hay generales del concurso y por ello de los acreedores en su conjunto”, de tal modo que se ha limitado la legitimación para ejercitar las acciones de calificación a la administración concursal y al Ministerio Fiscal».

acreedores (i) de legitimación para ejercitar la acción social (art. 48 *quáter* LC), (ii) para adquirir la condición de parte en la sección de calificación (arts. 168 a 170 LC) y, en general, (iii) de derechos políticos para establecer la solución que ponga fin a la situación de insolvencia del deudor común (e.g. arts. 104 y 142 LC)⁸³¹. El concurso puede ser una solución judicial encaminada a proteger a los acreedores, pero estos carecen de voz para adoptar la solución a la insolvencia que maximiza su interés; al más puro estilo del despotismo ilustrado: «*todo para los acreedores, pero sin los acreedores*»⁸³².

Se confunden los objetivos de proteger la continuidad de la actividad de la empresa en los casos de «*financial distress*» (en beneficio de los acreedores) y el trato deferencial que se otorga a la sociedad titular de la misma (o incluso a sus socios). El concepto de la «soberanía del deudor» se compadece mal con la función solutoria del concurso de acreedores. El legislador asume que la sociedad concursada que negocia la aprobación de una propuesta de convenio es titular de una empresa cuyo valor razonable excede del pasivo exigible. Sin embargo, en caso contrario, la asignación de derechos políticos a quien carece de incentivos alineados con el interés social pone en riesgo la función solutoria del concurso y la propia viabilidad económica de la sociedad o la empresa a la que se dice proteger.

En caso de que prospere la Propuesta de Directiva de 22.XI.2016⁸³³ será necesaria una profunda reforma del derecho de la insolvencia. Por su claridad, conviene citar el apartado 29 del preámbulo: «*(w)hile shareholders' or other equity holders' legitimate interests should be protected, Member States should ensure that shareholders cannot unreasonably block the adoption of restructuring plans which would bring the debtor back to viability. For example, the adoption of a restructuring plan should not be conditional on the agreement of the out-of-the-money equity holders, namely equity holders who, upon a valuation of the*

⁸³¹ Véase Gurrea, A. «La incomprensible preferencia del convenio a la liquidación como solución al concurso de acreedores», *Working Paper Series* de la Facultad de Derecho de la Universidad CEU San Pablo, Febrero de 2014, y «Nuevas tendencias en la configuración del interés del concurso: del interés de los acreedores al mantenimiento de la empresa en crisis», *Working Paper Series* de la Facultad de Derecho de la Universidad CEU San Pablo, Mayo de 2014.

⁸³² La referencia original es «*Tout pour le peuple, rien par le peuple*». La frase fue parafraseada por los jacobinos durante la Revolución francesa: «*Tout pour le peuple et par le peuple*» y, posteriormente, por Abraham Lincoln, para definir el sistema democrático: «*Government of the people, by the people, and for the people*» (Discurso de Gettysburg, 1863).

⁸³³ *Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on preventive restructuring frameworks, second chance and measures to increase the efficiency of restructuring, insolvency and discharge procedures and amending Directive 2012/30/EU.*

enterprise, would not receive any payment or other consideration if the normal ranking of liquidation priorities were applied (...)». Y el 44: «*(t)he effectiveness of the process of adoption and implementation of the restructuring plan should not be jeopardized by company law rules*».

3. La asignación de derechos en la sociedad reestructurada con base en la valoración de la empresa

Las consideraciones anteriores obedecen a la idea del cambio en materia de gobierno corporativo que debería anudarse a la declaración de concurso. Este cambio no debería depender de la valoración de la empresa (lo que permitiría determinar si los socios mantienen un interés económico realizable frente al deudor a pesar de la situación de insolvencia). La justificación es la misma que en sede de la estructura de gobierno corporativo del derecho societario: la seguridad jurídica impide hacer depender la asignación de derechos políticos de un elemento de hecho cambiante y sujeto a discusión pericial como es la valoración de la empresa.

Cuestión distinta es que los procedimientos judiciales de insolvencia (no sólo el concurso, sino también la homologación judicial de acuerdos de refinanciación) puedan también facilitar el cambio de control del deudor o del establecimiento mercantil. Esta cuestión debe plantearse en el marco de la sección quinta, cuando se dirima la solución a la insolvencia. Es evidente que el producto de la realización del patrimonio del deudor se distribuye en la fase de liquidación conforme a las reglas imperativas de prelación de pagos (art. 148 y ss. LC). Sin embargo, por lo general, la práctica revela que los convenios de acreedores no respetan estas reglas de prelación crediticia. Sólo así se explica que, pese a la imposición de quitas y la presencia de acreedores disidentes, los socios mantengan la titularidad del capital social en los convenios de continuidad. Las páginas siguientes tratan sobre la aplicación de dichas normas de prelación crediticia a la solución convencional a la insolvencia; o lo que es lo mismo: sobre la asignación de derechos en la sociedad reestructurada (o asuntora de la empresa) conforme a la valoración de la empresa, lo que puede dar lugar a un supuesto de cambio de control.

3.1. *La aprobación del «plan of reorganization» en el derecho estadounidense*

En el *Chapter 11* del U.S. *Bankruptcy Code* (concurso con convenio), cuando no hay acuerdo unánime de los acreedores, la atribución de derechos políticos y económicos en la sociedad reestructurada se realiza con base en la valoración de la empresa,

respetando las reglas de prelación crediticia propias de la liquidación, y sometiendo la propuesta a un test de bondad económica al compararla con la solución liquidatoria en términos de maximización de la recuperación del crédito.

Toda propuesta de «*plan of reorganization*» debe cumplir con determinados requisitos imperativos (sección 1129(a)). En primer lugar, se impone, como regla general, que la propuesta sea aceptada por todas las clases entre las que se dividen los créditos (los derechos de contenido patrimonial de los socios forman una clase separada⁸³⁴). No se oculta que subyace un elemento estratégico en la determinación de las clases. La norma exige que no se incluyan en la misma clase derechos o intereses patrimoniales que no sean sustancialmente similares (sección 1122(a)). Sin embargo, no hay impedimento a establecer clases separadas de créditos o intereses con características similares. De hecho, se permite expresamente la creación de clases atendiendo a las cuantías de los créditos (sección 1122(b)), lo que no es extraño en la práctica española (aunque para otros fines *cf.* art. 167.1.II LC). Los acreedores (o socios) pertenecientes a la misma clase deben recibir el mismo trato⁸³⁵, a menos que el perjudicado otorgue su consentimiento.

Cada clase de acreedores debe aprobar la propuesta⁸³⁶ mediante una mayoría simple cualificada, de entre los que votan (no hay quórum mínimo), de dos tercios de los créditos y de la mitad de los acreedores⁸³⁷. En el caso de la clase de los socios, se precisa una mayoría simple de dos tercios del capital social presente o representado⁸³⁸. Hay dos excepciones a esta regla general. Primero, se establece *ope legis* el voto favorable de las clases que obtengan una recuperación íntegra de su

⁸³⁴ Secciones 1122(a), que establece que regla de la «*substantial similarity*» entre los acreedores incluidos en la misma clase, y 1123(a)(1) –contenido del plan– del *Chapter 11* del U.S. *Bankruptcy Code*. Sin embargo, nada impide que acreedores con «*substantial similar claims*» se agrupen en clases diferentes, lo que es relevante estratégicamente a efectos de imponer el convenio a las clases disidentes («*cramdown*»). La sección 1122(b) permite crear también «*convenience classes*» (todos los acreedores con créditos ordinarios inferiores a determinada cuantía).

⁸³⁵ Sección 1123(a)(4). El apartado (a) de esta sección establece el contenido imperativo del convenio, en tanto que la (b), el dispositivo.

⁸³⁶ La sección 1126(e) establece una norma similar a la del artículo 128.1.IV de la Ley Concursal, al otorgar al juzgado la facultad de tener por no emitidos votos en contra de las normas de la buena fe. La sección 1125 impide solicitar votos hasta que termina el período de exclusividad del deudor y se proporciona la información necesaria para la emisión de un voto racional. Por otra parte, la sección 1129(a)5 exige que el convenio revele si se va a realizar algún pago o se va a mantener el contrato de alguna persona especialmente relacionada con el deudor («*insiders*»).

⁸³⁷ Sección 1126(c).

⁸³⁸ Sección 1126(d).

crédito⁸³⁹. Segundo, se considera que las clases que no reciben ningún tipo de recuperación votan en contra de la propuesta⁸⁴⁰.

En segundo lugar, la propuesta debe superar el «*feasibility test*»⁸⁴¹, en el sentido de que no se estime probable que un nuevo convenio (*Chapter 11*) para evitar la liquidación (*Chapter 7*)⁸⁴². En tercer lugar, la propuesta debe superar un test de bondad en términos de maximización de la recuperación del crédito (o de optimización de la solución de la insolvencia): todo acreedor debe votar a favor de la propuesta o recibir, al menos, la misma recuperación que obtendría en la liquidación (*Chapter 7*) –sección 1129(a)(7)–. Aunque la norma no lo exige expresamente, la *praxis* judicial ha acabado por consolidar una práctica en la que el proponente adjunta una estimación del producto que se obtendría en caso de liquidación.

Evidentemente, hay muchos casos donde no se obtiene el voto favorable de todas las clases (basta con que haya una, la de los socios, que no obtenga ningún tipo de recuperación). Y tampoco es habitual que haya unanimidad en el seno de cada clase que vota a favor de la propuesta. A continuación se analiza cómo se conjuga, por un lado, la posibilidad de extender la propuesta a las clases y acreedores disidentes, y, por otro, el respeto de las normas de prelación crediticia y el test de bondad económica (en términos de maximización de recobro) de la propuesta.

3.1.1. Posibilidad de arrastre entre clases («*fair and equitable standard*») y respeto de las normas de prelación («*absolute priority rule*»)

Una de las principales características del derecho de la insolvencia estadounidense es la posibilidad de aprobar el convenio y de extenderlo sobre la totalidad de los acreedores aunque no se obtenga el consentimiento de todas las clases⁸⁴³. Bajo ciertas condiciones, las clases que han votado a favor del plan pueden «arrastrar» a las disidentes: es lo que se conoce como «*fair and equitable rule*» o «*cramdown*». Es

⁸³⁹ Secciones 1124 y 1126 (f).

⁸⁴⁰ Sección 1126 (g).

⁸⁴¹ Sección 1129(a)(11).

⁸⁴² Se trata de una previsión similar a la del artículo 128.2 de la Ley Concursal en sede de convenio y de la que se propone introducir, como parte de la valoración del carácter desproporcionado del sacrificio exigido, en sede de acuerdos de refinanciación homologados judicialmente (cfr. Disp. Ad. 4^a.7 LC). *Vid. Infra* VIII.2.8.

⁸⁴³ La sección 1129(a)(8) establece, como norma general, que el convenio resulta aprobado si se obtiene el consentimiento de todas las clases que no obtienen una recuperación íntegra de su crédito.

una institución desconocida por el derecho español de la insolvencia (que sólo contempla la posibilidad de arrastre entre acreedores de la misma clase *ex arts. 124 y 134 LC*)⁸⁴⁴.

Además de los requisitos generales para la aprobación de la propuesta, para ello se exige (i) el voto favorable de al menos una clase cuyos miembros no obtengan una recuperación íntegra de sus créditos (siempre que no sea debido al voto de «*insiders*»⁸⁴⁵); y (ii) que el convenio no resulte injustamente discriminatorio para la clase disidente. Este segundo requisito, conocido como «*fair and equitable standard*» o «*no unfair discrimination rule*», exige, a su vez, (a) que se respete la misma prelación de cobros que existiría al margen del procedimiento judicial de insolvencia⁸⁴⁶ –quien obtendría un trato similar al margen del concurso no puede resultar beneficiado en su seno–⁸⁴⁷; y (b) que las clases subordinadas no obtengan

⁸⁴⁴ Por ejemplo, los acreedores con privilegio general (clase financiera) no pueden imponer la propuesta de convenio a los acreedores de la misma clase que tienen créditos públicos. Incluso cuando los acreedores privilegiados votan a favor de una propuesta de convenio (computando su voto a los efectos de las mayorías oportunas *ex art. 124.2 LC*), sufren las mismas quitas y esperas que los ordinarios (si bien, en el caso de los acreedores con privilegio especial, manteniendo su derecho real de garantía, sin que ello constituya trato singular *ex art. 125.1 LC*). Hay dos excepciones al respecto. La primera es la vinculación y postergación de los titulares de créditos subordinados (*art. 134.1.II LC*). La segunda es la capacidad de los acreedores titulares de créditos financieros con garantía real para vincular a los que no cuentan con dicha garantía, en el marco de la norma de extensión de efectos de los acuerdos de refinanciación homologados (*disp. ad. 4^a.3 LC*), a salvo de la posible existencia de sacrificio desproporcionado (*disp. ad. 4^a.7 LC*). *Vid. Infra VIII.2.6* con relación a la crítica que merece esta previsión.

⁸⁴⁵ Sección 1129(a)(10) y 1129(b).

⁸⁴⁶ Sección 1129(b)(1).

⁸⁴⁷ La clase disidente debe obtener el mismo trato que las clases que obtendrían un trato igual que dicha clase en un escenario de ejecución y que han votado a favor de la aprobación del convenio. Con todo, no se exige un tratamiento idéntico (partiendo de la misma quita, una clase podría obtener nuevos instrumentos de deuda de distinto vencimiento, siempre y cuando se establezca una razón suficiente para ello). Véase Adler, B., Baird, D. y Jackson, T. *Bankruptcy. Cases, Problems, and Materials*, *op. cit.*, página 707.

ningún tipo de recuperación hasta que la clase «arrastrada» recupere íntegramente su crédito (y con el límite de éste) la –«*absolute priority rule*»–⁸⁴⁸.

En la práctica, salvo consentimiento unánime de todas las clases, cuando la valoración de la empresa es inferior al pasivo concursal, la «*absolute priority rule*» impide que los socios mantengan su participación en el capital social de la sociedad refinanciada⁸⁴⁹. La traslación a la propuesta de las normas de prelación crediticia conlleva que la condición de socio en la sociedad reestructurada recaiga sobre los acreedores de último rango de todos aquellos que estén «*in the money*», por mantener un interés económico realizable frente a la sociedad. Los socios o los acreedores subordinados no obtienen ningún tipo de recuperación ni expectativa a partir del punto «*where the value breaks*». No en vano, el *Chapter 11* se ha caracterizado como una venta forzosa de los activos del deudor a favor de los acreedores («*forced sale*»)⁸⁵⁰. Esta tesitura obliga a elegir entre arrastrar a las clases

⁸⁴⁸ La sección 1129(b)(2) establece cuándo se entiende cumplido este requisito. En el caso de los acreedores titulares de créditos con garantía real («*secured claims*») –sección 1129(b)(2)(A)–, el convenio debe prever que cada acreedor reciba un pago (valor actualizado) equivalente (i) al valor razonable de la garantía (garantizado por el propio derecho real, que se extiende al producto de la venta del bien o derecho); y (ii) al valor nominal del propio crédito. Este requisito es redundante (pues el crédito garantizado, al igual que en derecho español, queda determinado por el valor de la garantía –sección 506(a)–), a menos que el acreedor renuncie a su crédito ordinario a cambio de ver reconocido un crédito con privilegio especial, con independencia del valor de la garantía (es decir, asumiendo el riesgo de los cambios de valor que pueda experimentar el colateral) –lo que se conoce como «*the section 1111(b)(2) election*»–. Respecto a clases de acreedores que no gozan de garantía real (sección 1129(b)(2)(B)), el plan no cumple el «*fair and equitable standard*» ni la «*absolute priority rule*» si una clase subordinada obtiene algún tipo de pago (por ejemplo, si los socios mantienen la titularidad sobre la totalidad o parte del capital social). En este sentido, hay que tener en cuenta que las clases a las que se extiende los efectos de la propuesta sufren, por definición, algún tipo de quita (aunque sea implícita, en las esperas, por el coste de oportunidad), pues, de otro modo, se entiende que votan a favor de la propuesta (sección 1126(f)). Esta regla es controvertida cuando los socios realizan una aportación de fondos como parte del convenio, pues se argumenta que, en ese caso, no están recibiendo un pago por su antigua condición de socios, sino por la nueva aportación. Véase, *Bank of America v. 203 North Lasalle Street Partnership*, *United States Supreme Court*, 1999, 526 U.S. 434. En el caso de los titulares de acciones preferentes, la sección 1129(b)(2)(C) exige el pago íntegro previo a cualquier distribución a favor de los socios. Y en el de los socios, la propia sección 1129(b)(2)(C) requiere que los acreedores no obtengan un pago superior a sus créditos (por ejemplo, tomando el control de una empresa cuyo valor razonable excede de su pasivo exigible). Véase, con mayor profundidad, Adler, B., Baird, D. y Jackson, T. *Bankruptcy. Cases, Problems, and Materials*, *op. cit.*, páginas 707 a 714.

⁸⁴⁹ Al fin y al cabo, los socios se encuentran subordinados a los acreedores, pero aun así mantienen una expectativa de recuperación con base en los derechos económicos inherentes a su condición.

⁸⁵⁰ Véase Adler, B., Baird, D. y Jackson, T. *Bankruptcy. Cases, Problems, and Materials*, *op. cit.*, páginas 667 a 678 (especialmente: página 669) «*if we take a snapshot of the business before and after the Chapter 11, we would not be able to tell whether there has been a Chapter 11 or a traditional corporate control transaction. The business may now be folded into another. Even if it is not, the old shareholders are gone as are the old managers and the old board. New managers run a business whose operations have been streamlined and whose workforce has been reduced. The process itself resembles the takeover battles we see elsewhere. Corporate raiders square off against each other in a bidding war, while the board's independent directors pay careful heed to their fiduciary duty to maximize the sale price*».

disidentes o mantener a los socios en su condición de tales debido a su conocimiento de la empresa o del sector.

Estas consecuencias se entienden bien mediante un sencillo ejemplo numérico. Sea una sociedad de proyecto declarada en concurso con un pasivo de 100 millones, de los cuales: 40 millones corresponden a créditos financieros con privilegio especial, 35 millones a créditos financieros ordinarios por exceder del valor de las garantías reales correspondientes (art. 94.5 LC) y 25 millones a préstamos participativos concedidos por los socios. El valor razonable de la empresa es 70⁸⁵¹. Atendiendo a dicha valoración, la propuesta de convenio (patrocinada por los acreedores financieros) contempla una nueva estructura financiera para la sociedad (convenio de continuidad): 10 millones de patrimonio neto y 60 millones de pasivo exigible a largo plazo. Pues bien, de los 60 millones de deuda disponibles, 40 corresponderían a los acreedores con privilegio especial, que mantendrían su garantía, y 20 a los créditos financieros ordinarios que, no obstante, capitalizarían 10 millones como patrimonio neto (capital y prima), soportando una quita implícita de 5 millones. Los acreedores de créditos subordinados no obtendrían ningún tipo de recuperación y los socios se verían privados de su condición al estar «*out of the money*», por no ostentar un derecho económico realizable frente al deudor. Los acreedores subordinados y los socios sólo podrían oponerse a la aprobación judicial del convenio si demostraran (i) que el valor razonable de la empresa es mayor; o (ii) que en caso de liquidación, la realización de la empresa como unidad económica en funcionamiento (o de los activos de forma individualizada) les proporcionaría una recuperación mayor («*best-interests test*»).

Sin duda, los problemas que surgen en la práctica son muy variados y exceden de un ejemplo numérico tan sencillo. Por ejemplo, si en una sociedad es fundamental mantener incentivado al socio-administrador debido a su conocimiento sectorial y de la empresa, ¿cabría que las clases que están «*in the money*» acordaran que dicho socio mantuviera un determinado porcentaje del capital social? Sería lógico pensar que esta decisión corresponde a quien mantiene un interés económico realizable frente a la sociedad. Sólo puede otorgar una liberalidad el titular del bien o derecho.

⁸⁵¹ Si se ha seguido un modelo de descuento de flujos de caja libre, 70 es el valor actual (descontado) de las rentas que generará la sociedad a futuro. En principio, salvo error en las asunciones, no habrá excedente futuro con el que poder pagar más deuda. El eventual excedente corresponderá a los nuevos socios (los acreedores subordinados de entre todos aquellos que tienen un interés económico realizable en la empresa reestructurada). En el ejemplo expuesto, esta condición recae, en parte, sobre los acreedores de créditos ordinarios, por lo que estos recibirían (i) derechos económicos como acreedores (crédito refinanciado) y (ii) participación en el capital social de la sociedad reorganizada («*fulcrum security*»).

De hecho, este tipo de casos han dado lugar a la conocida como «*gifting doctrine*». Sin embargo, ¿podrían las clases de acreedores disidentes, tan «*out of the money*» como los socios, bloquear la aprobación judicial de la propuesta de convenio con base en la «*absolute priority rule*»? Podría mantenerse que esas clases de acreedores, que en modo alguno tendrían derecho a esa participación en el capital social, no deberían poder bloquear la propuesta. El ejercicio de este «derecho político» podría llegar a caracterizarse como abusivo. La cuestión sigue resultando controvertida entre los distintos órganos jurisdiccionales estadounidenses, especialmente cuando el proponente pertenece a la clase que renuncia a parte de sus derechos económicos⁸⁵².

También es controvertido el caso contrario: las clases «*in the money*» deciden conceder una participación en el capital social a una clase de bonistas que se hallan «*out of the money*», con la condición de que voten a favor de la propuesta. Así, en estos casos de «*deathtraps*» la motivación sería distinta (reducir los costes de litigación). ¿Podrían bloquear los socios la aprobación de la propuesta por inobservancia de la «*absolute priority rule*», a pesar de que, en cumplimiento de la misma, tampoco podrían acceder a dicha participación en el capital social? Aunque sigue siendo una cuestión controvertida, este tipo de cláusulas se han aceptado como válidas cuando se estipulan a favor de la clase disidente cuyos miembros están más próximos a ostentar un interés económico realizable. En el ejemplo expuesto (tomado del caso *Zenith*⁸⁵³), estando los bonistas y los socios «*out of the money*», ese tratamiento sólo podría concederse a los bonistas.

3.1.2. «*Best-interests test*». Remedio individual de la disidencia

La aprobación del convenio precisa superar también el examen individual de los acreedores: el «*best-interests test*» o «*liquidation test*». Los acreedores (y los socios) tienen derecho a percibir al menos la misma recuperación que obtendrían en caso de

⁸⁵² Para una mayor profundidad sobre la cuestión, véase Stango, R. y Cavaliere, R.A. «*The evolution of the “gifting doctrine” and implications on recent case law*», agosto de 2011, publicado en prensa.

⁸⁵³ Véase *Zenith Elecs. Corp.*, 241 B.R. 92, 105 (Bankr. D. Del. 1999).

liquidación (*Chapter 7*)⁸⁵⁴. No se trata de una suerte de «derecho de separación», sino de una causa de oposición a la aprobación judicial. Si el acreedor disidente logra acreditar que su recuperación sería superior en caso de liquidación (lo que no es fácil), o bien se modifica la propuesta o bien se solicita la liquidación mediante la conversión del caso en *Chapter 7*.

A diferencia de la «*absolute priority rule*» y del «*fair and equitable standard*», el «*best-interests test*» no concierne a las clases disidentes, sino a los miembros disidentes de una determinada clase que, por haber alcanzado en su seno la mayoría oportuna, vota a favor de la aprobación del plan, arrastrando a la disidencia de esa misma clase («*cram-in*»).

Los acreedores que han votado en contra de la propuesta disponen, como remedio colectivo, de la protección de la «*absolute priority rule*». Ahora bien, en caso de que no se ejercite, los acreedores pueden alegar individualmente el «*best-interests test*». Al estar basada en las normas de prelación crediticia, la observancia de la «*absolute priority rule*» impide que la propuesta sea expropiatoria (en el sentido de que unos acreedores vean mejorada su posición respecto al escenario de liquidación a costa de otros)⁸⁵⁵. No obstante, el «*best-interests test*» también otorga protección como estricto análisis de la bondad de la propuesta en términos de maximización: puede ocurrir que una propuesta respete las normas de prelación, pero que la recuperación de los acreedores sea mayor mediante la realización inmediata de la empresa.

⁸⁵⁴ Sección 1129(a)(7)(A). Como exponen Adler, B., Baird, D. y Jackson, T. *Bankruptcy. Cases, Problems, and Materials*, op. cit., página 733: «*Chapter 11 is largely justified by its capacity to preserve a debtor's going-concern surplus, the amount by which the firm's value as a whole exceeds the sum of its parts. The best-interests test can be seen as recognition that such achievement need not and should not require any creditor or equity holder to accept less than the return it would have enjoyed absent reorganization*». No obstante, téngase en cuenta que si la clase que vota a favor del convenio renuncia a las garantías reales, la disidencia perteneciente a dicha clase sólo puede alegar el «*best-interests test*» atendiendo a su recuperación como titular de un crédito ordinario («*unsecured*»). Véase Adler, B., Baird, D. y Jackson, T. *Bankruptcy. Cases, Problems, and Materials*, op. cit., páginas 709 y 732.

⁸⁵⁵ Por ejemplo, una clase de créditos con privilegio especial (financieros) vota a favor del plan, sufriendo una quita o una espera, y renunciando a las garantías reales constituidas a favor de sus créditos. Esta clase pide la extensión de efectos a la clase de créditos públicos con privilegio especial, donde únicamente ha votado a favor, de forma minoritaria (sin alcanzar la mayoría oportuna), la TGSS. Pues bien, la AEAT, titular del crédito público mayoritario, que habría votado en contra de la propuesta, no acudiría en este caso al «*fair and equitable standard*» para protegerse frente a la cancelación de las garantías reales (pues la clase no ejercitaría aquel remedio colectivo), sino al «*best-interests test*». Conforme a este remedio individual, la AEAT debería poder bloquear la aprobación del convenio, pues en liquidación obtendría una recuperación mayor mediante la aplicación del producto de los bienes o derechos especialmente afectos al pago de su crédito. Sin embargo, al alegar el «*best-interests test*», los disidentes de la clase de créditos financieros con privilegio especial (financieros) deberían realizar una comparación como acreedores ordinarios, pues la clase habría renunciado a la garantía real.

Por ejemplo, si en una clase cuyos créditos suman un millón de euros, sólo votan los que representan 100.000 euros (y de estos, 67.000 a favor), se establece que la clase vota a favor⁸⁵⁶. El convenio contempla un pago de 10.000 euros en los dos primeros años. Pues bien, si los acreedores esperasen recuperar 20.000 euros en caso de liquidación inmediata (asumiendo un tipo de interés positivo), los disidentes de la clase, hubieran votado o no, podrían oponerse a la aprobación del convenio. El inconveniente de la prueba que ha de acreditar el acreedor disidente es la asunción de hipótesis sobre la evolución del mercado⁸⁵⁷.

3.2. La aprobación del convenio en el derecho alemán

Tras la reforma operada en el año 2012 (Ley ESUG⁸⁵⁸), la sección 245 del *Insolvenzordnung* faculta al juez del concurso para aprobar el convenio (incluidos los acuerdos sociales en ejecución del mismo), a pesar de la oposición del deudor o de sus socios, que forman una clase separada a efectos de votación de la propuesta (sección 222.1.4).

Esta solución se facilita por la adopción de una regla de «*cramdown*» que, a semejanza de la «*fair and equitable rule*» estadounidense, permite a una o varias clases de acreedores cuyos créditos no se satisfacen íntegramente por el convenio («*impaired*») imponer el convenio a otras clases (incluida la de los socios)⁸⁵⁹. Se exige, para ello, (i) que ningún acreedor obtenga una recuperación superior al crédito que conste reconocido en el concurso («*absolute priority rule*»)⁸⁶⁰; (ii) la acreditación de que los acreedores disidentes y socios no obtendrían un mejor trato si se liquidara la sociedad («*best-interests test*»)⁸⁶¹; y (iii) que los socios disidentes

⁸⁵⁶ Vid. *Supra* VI.3.1.1.

⁸⁵⁷ Véase, *In Re Crowthers Mc Call Pattern, Inc.*, 120 Bankr. 279 (Bankr. S.D.N.Y. 1990).

⁸⁵⁸ *Gesetz zur weiteren Erleichterung der Sanierung von Unternehmen*, *Bundesgesetzblatt*, Pt. I, Nr. 64, de 7 diciembre de 2011, que entró en vigor el 1 de marzo de 2012 (se ha analizado la traducción al inglés disponible en: http://www.gesetze-im-internet.de/englisch_inso/).

⁸⁵⁹ En cuanto a las mayorías, la sección 244.1 del *Insolvenzordnung* exige para la aprobación del convenio por una clase, que sea votado por una mayoría simple de acreedores que representen, al menos, la mitad de los créditos de los acreedores con derecho a voto. De forma similar a la sección 1126 (f) del U.S. *Bankruptcy Code*, la sección 237.2 del *Insolvenzordnung* priva de derecho de voto a los acreedores cuyos créditos no resultan afectados por el convenio.

⁸⁶⁰ Sección 245 (3).1 del *Insolvenzordnung*.

⁸⁶¹ Sección 245 (1).1 del *Insolvenzordnung*.

obtengan el mismo tratamiento que los socios que votan a favor del plan⁸⁶². Con estos controles, el juez aprueba el convenio, sustituyendo las declaraciones de voluntad oportunas de la sociedad. Si los socios tuvieran un interés económico realizable, podrían oponerse a la aprobación del convenio, sobre la base de que algún acreedor estaría cobrando más de lo que le correspondería (aunque fuera a partir de la expectativa de beneficios futuros de la sociedad que experimenta un cambio de control) o porque el producto de la realización del inventario si se liquidara la empresa habilitaría a los socios a obtener una cuota de liquidación⁸⁶³. No se oculta que esta reforma ha conducido, en ocasiones, a que se utilice el procedimiento concursal para abordar conflictos societarios, a partir de la justificación de que la sociedad se hallaba en situación de insolvencia inminente (sección 18 del *Insolvenzordnung*)⁸⁶⁴.

⁸⁶² Sección 245 (3).2 del *Insolvenzordnung*.

⁸⁶³ Con todo, a diferencia del ordenamiento jurídico estadounidense, pero de forma similar al español (disp. ad. 4^a.3.I.b.3^o.i LC), los acreedores deben consentir para recibir acciones o participaciones de la sociedad reestructurada en pago de su crédito. Con todo, el artículo 100.2.II de la Ley Concursal no establece la misma regla que los acuerdos de refinanciación homologados, en cuanto a la necesidad del consentimiento expreso de los acreedores para recibir acciones o participaciones en pago de sus créditos; interpretación que se refuerza con la posibilidad de establecer proposiciones «alternativas» (no meramente «adicionales»). Véase Díaz-Moreno, A. «La Ley 9/2015, de 25 de mayo, de Medidas Urgentes en Materia Concursal: modificaciones del régimen del convenio», mayo de 2015, publicado en prensa.

⁸⁶⁴ Schmidt, K. «¿Desbanca el derecho concursal al derecho de sociedades? Disputas societarias, *debt-to-equity swap* y *take-over*», *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal*, n^o 22/2015, páginas 303 a 314 (especialmente: páginas 306 a 308). El profesor Schmidt hace referencia al caso *SuhrKamp*, donde el deudor solicitó la declaración de concurso con base en su situación de insolvencia inminente (sección 18 del *Insolvenzordnung*) y con el objetivo de lograr su transformación en sociedad anónima. Con ello se logró privar al socio minoritario de sus derechos exclusivos y privilegios, neutralizando así su poder de influencia en el gobierno corporativo de la sociedad. Se trató, por tanto, de un caso de utilización del procedimiento concursal para poner fin a un problema societario que, no obstante, suponía inestabilidad financiera para la sociedad. Por otra parte (páginas 308 a 312), el profesor Schmidt es muy crítico con la reforma del año 2012 porque, a su juicio, puede suponer la expropiación de los socios a favor de los acreedores. En concreto, centra su crítica en la ausencia de reconocimiento de derechos de suscripción o asunción preferente a favor de los socios en el caso de «operaciones acordeón» (disminución del capital a cero para amortizar pérdidas y consiguiente aumento de capital), donde los acreedores disfrutaban de un régimen privilegiado en el caso del aumento de capital por compensación de créditos. Frente a la norma general de que los acreedores responden frente a la sociedad en caso de que la valoración del crédito fuera excesiva (análisis que se realiza a *posteriori* ex secciones 9 y 56 del GmbHG), la sección 254.IV del *Insolvenzordnung* establece un «*safe harbor*» cuando el aumento de capital por compensación de créditos forma parte del contenido del convenio aprobado judicialmente.

3.3. La inaplicación de las normas de prelación crediticia en el convenio

3.3.1. Convenio y normas de prelación crediticia

Por lo general, el convenio de acreedores no permite extender los efectos de la propuesta sobre clases enteras disidentes (cfr. art. 134.1.II LC)⁸⁶⁵. Cuando no hay unanimidad, tampoco se asignan derechos políticos y económicos en la sociedad reestructurada atendiendo a la valoración de la empresa, conforme a la «*absolute priority rule*». De lo contrario, cuando los socios estuvieran «*out of the money*» por no tener un derecho económico realizable dada la valoración de la empresa, la aprobación judicial del convenio no apoyado unánimemente daría lugar al cambio de control del deudor. La participación en el capital social correspondería a los acreedores de ulterior rango de entre todos aquellos cuyo interés económico fuera realizable. Estos recibirían por una parte derechos económicos como acreedores (crédito refinanciado) y, por la otra («*fulcrum security*»), participación en el capital social de la sociedad reorganizada, como se expone en el ejemplo a continuación. Este cambio de control no supondría una «expropiación» ni la vulneración de la prohibición de pacto comisorio, pues es consecuencia de la aplicación de las normas

⁸⁶⁵ El derecho inglés tampoco contempla una regla de «*cramdown*» entre clases. De hecho, con la excepción del «*scheme of arrangement*» (secciones 895 a 899 del U.K. *Companies Act*), ninguna de las otras dos instituciones convencionales («*company voluntary arrangements*» y «*administration*») permite ni siquiera vincular a los acreedores con garantía real (dentro de la misma clase). De hecho, el «*scheme of arrangement*» no contempla la paralización de acciones ejecutivas ni la suspensión de los procedimientos en curso (cfr. art. 5 bis.4 y Disp. Ad. 4^a.5.II LC), lo que es consecuente con su naturaleza societaria (no se trata de un procedimiento judicial de insolvencia). No obstante, en la práctica se ha logrado el «*cramdown*» de los socios y de los acreedores subordinados «*out of the money*», a través, por ejemplo, de la combinación del «*scheme of arrangement*» y del «*pre-pack administration*». Véase, por ejemplo, *Re Bluebrook Ltd* [2009] EWHC 2114 (Ch); [2010] 1 B.C.L.C. 338. Entre la doctrina científica, por todos, Payne, J. «*Debt Restructuring in English Law: Lessons from the US and the Need for Reform*», *op. cit.*, páginas 16 a 20. Para que una sociedad cuyo centro de intereses principales no se encuentre localizado en el Reino Unido pueda acogerse al «*scheme of arrangement*», se viene entendiendo como conexión suficiente («*sufficient connection*») que los contratos de financiación estuvieran sometidos a derecho inglés. Véase *Codere Finance (UK) Ltd.*, Re [2015] EWHC 3778 (Ch.) (17.XII.2015), donde se ha evitado dicho análisis, mediante la constitución, bajo derecho inglés, de un nuevo obligado solidario bajo la deuda financiera a reestructurar. Esta estrategia ha permitido, asimismo, suavizar la prueba requerida para el reconocimiento del «*scheme of arrangement*» en los Estados Unidos de América a través del *Chapter 15* (se exige acreditación de que el COMI está localizado en el Reino Unido, a cuyo efecto existe una presunción a favor del domicilio social). Véase *In Re Codere (UK) Limited*, Case No. 15-13017 (Bankr. S.D.N.Y., Dec. 22, 2015).

de prelación crediticia a la solución convencional a la insolvencia⁸⁶⁶. Frente a ello, con independencia de la valoración de la empresa, el tráfico contempla con naturalidad los convenios de continuidad donde los socios mantienen su participación en el capital social y, en consecuencia, la expectativa de rentas futuras una vez que la sociedad reestructurada vuelva a la senda de beneficios.

Las normas relativas a los créditos subordinados tampoco se compadecen con las normas de prelación crediticia. Por un lado, los acreedores subordinados deben obtener el mismo tratamiento que los ordinarios (aunque de forma postergada), sin importar si su interés económico es realizable (art. 134.1.II LC). En estricta observancia de las reglas de prelación, los acreedores de créditos subordinados no deberían cobrar hasta que los ordinarios hubieran recuperado su crédito íntegramente. Por otro lado, los acreedores subordinados no pueden oponerse a la aprobación judicial del convenio sobre la base de que los socios mantienen su participación en el capital social, a pesar de que (i) atendiendo al valor de la empresa, su interés económico no es realizable; y, sobre todo, (ii) que los acreedores no han recuperado íntegramente su crédito. Por último, se impone la vinculación de los acreedores subordinados al convenio, mientras que quienes tienen un interés económico de ulterior rango (los socios) pueden impedir la aprobación del convenio en detrimento de la mayoría de los acreedores con intereses económicos realizables (art. 128.3 LC).

En el marco de la homologación de acuerdos de refinanciación, la disidencia tampoco está legitimada para alegar el «carácter desproporcionado del sacrificio exigido» si los socios mantienen su participación en el capital social y, por tanto, la expectativa de beneficios futuros de la sociedad refinanciada (acaso realizable inmediatamente con la transmisión de las acciones o participaciones una vez que se haya aprobado la

⁸⁶⁶ Como ha expresado la doctrina científica en el derecho comparado (Payne, J. «*Debt Restructuring in English Law: Lessons from the US and the Need for Reform*», *op. cit.*, página 16): «*In general, value in a reorganised company should be allocated to creditors in order of their legal priority (absent some commercial imperative for doing otherwise), such that those creditors with claims ranking below 'where value breaks' should not be allocated any interest in the restructured entity. Moreover, the implementation of a restructuring should not be conditional on the agreement of "out of the money" creditors, who would otherwise have the ability to achieve an unmerited consent payment upon the threat of exercising a power of veto*».

homologación)⁸⁶⁷. Con todo, la práctica está llevando a que los acuerdos de refinanciación homologados sean más respetuosos con las reglas de prelación crediticia que el convenio de acreedores. Los juzgados de lo mercantil están aceptando, como criterio para modular la existencia de «sacrificio desproporcionado», que los acreedores disidentes obtengan, al menos, la cuota que les correspondería en un escenario de liquidación concursal⁸⁶⁸. Este criterio permite pagar a los acreedores subordinados conforme a la realizabilidad de su crédito. Es decir, los acuerdos de refinanciación homologados se analizan bajo el tamiz de la maximización de la recuperación de los acreedores, en tanto que en el caso del convenio, la bondad de la propuesta sólo se analiza atendiendo a su inviabilidad objetiva (art. 128.2 LC).

El problema deriva, en buena parte, de concebir al deudor como uno de los bienes jurídicos protegidos por el derecho de la insolvencia, con independencia de la valoración de la empresa y, por tanto, del carácter realizable del interés económico de los socios⁸⁶⁹. Cuestión distinta es que la ausencia de cambio de control sea abonada por la incertidumbre que pueda deparar la liquidación (lo que incluye el coste o el acceso a financiación post-concursal), la confianza de los acreedores en el órgano de administración y el resto del equipo directivo, la existencia de socios estratégicos, el desconocimiento del sector por parte de los acreedores, o, simplemente, que sean el fruto del buen hacer del deudor en las negociaciones. Aun así, la «*absolute priority rule*» impediría diferir ese trato de favor a los socios que están «*out of the money*» si se pretende extender los efectos del convenio a clases enteras disidentes.

⁸⁶⁷ Vid. *Infra* VIII.1.5. Véase la sentencia del Juzgado de lo Mercantil de Barcelona de 29.XI.2016 (núm. 374/2015; ponente: Manuel Ruiz de Lara). Para abordar este problema, en la práctica se establece la obligación de los socios de realizar una amortización anticipada obligatoria de determinados contratos de financiación (renunciando a la acción de reembolso), en caso de obtener una plusvalía por la venta de las acciones o las participaciones del deudor («*anti-embarrassment clause*»). Se trata, por tanto, de un pago realizado por tercero (art. 1158 CC) que se establece a través de un contrato celebrado entre los socios y los acreedores en el que se incluye una estipulación a favor de la sociedad (art. 1257 CC). Pese a la tesis amplia de perjuicio sostenida por el Tribunal Supremo a propósito de los pagos preferenciales cuando el deudor está en situación de insolvencia actual (STS, 1^a, 24.VI.2015; RJ 2015, 2769; Sebastián Sastre), no debería haber riesgo de reintegración por cuanto el pago lo realiza un tercero. Por otra parte, aunque se renuncie a la acción de reembolso, el crédito público puede verse incrementado ya que se trataría de una liberalidad, susceptible de generar un ingreso en la sociedad deudora (además, el gasto no sería deducible en sede de los socios persona jurídica).

⁸⁶⁸ Vid. *Infra* VIII.1.4.

⁸⁶⁹ Vid. *Supra* I.2. y VI.2.11.

3.3.2. La Propuesta de Directiva de 22.XI.2016

Si prospera, la Propuesta de Directiva de 22.XI.2016⁸⁷⁰ implicará nuevas reformas en el derecho de la insolvencia español. Desde la perspectiva de las soluciones convencionales a la insolvencia (acuerdo extrajudicial de pagos, acuerdo de refinanciación homologado y convenio de acreedores), la Propuesta de Directiva avanza en la misma senda que los derechos estadounidense y alemán. Aunque los «*preventive restructuring plans*» se identifican con los acuerdos de refinanciación homologados judicialmente, el legislador español debería replicar la reforma en materia de convenio de acreedores. Toda reforma que refuerce el cambio en el gobierno corporativo en la homologación, pero no haga lo propio respecto al concurso, crea incentivos contrarios a alcanzar acuerdos de refinanciación alternativos al propio concurso.

En cuanto al contenido sustantivo de la propuesta, en primer lugar, el artículo 9 establece la formación de clases para la votación del plan, que deberá someterse a revisión judicial. Cada clase deberá estar formada por un grupo de acreedores homogéneos con intereses comunes atendiendo a las características de su derecho de crédito (no se impide que haya varias clases de intereses homogéneos). Como mínimo, los acreedores con garantías reales deberán formar una clase separada (art. 9.2). La diferenciación actual de clases del derecho español, ceñida a los acreedores privilegiados, está basada en un criterio puramente nominativo. También se establece la posibilidad de que los trabajadores y los socios puedan formar clases separadas a efectos de «*cross-class cramdown*» (arrastre entre clases). Aunque se establecen las derogaciones pertinentes de la Directiva 2012/30/EU para el caso de que los socios formen una clase separada (art. 32), lo cierto es que se deja la puerta abierta a que el legislador español mantenga una solución de responsabilidad *ex post* como la del artículo 165.2 de la Ley Concursal (arts. 9.1 y 12.2), en lugar de replicar el modelo estadounidense o alemán. Por las razones expuestas a lo largo de este trabajo, la solución idónea es la de tratar a los socios como la clase de ulterior prelación crediticia.

El concepto de «clase» no queda definido adecuadamente. El artículo 2(3) define las «partes afectadas» como «*los acreedores o clases de acreedores y, cuando sea aplicable bajo el derecho oportuno, socios cuyos créditos o intereses resultan*

⁸⁷⁰ *Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on preventive restructuring frameworks, second chance and measures to increase the efficiency of restructuring, insolvency and discharge procedures and amending Directive 2012/30/EU.*

afectados por el plan de reestructuración». La cuestión es relevante porque las clases que tienen derecho de voto son las que resultan «afectadas» por el plan (arts. 8.1.d y 10.1.a⁸⁷¹). Por ejemplo, ¿tienen derecho de voto los acreedores de una clase que están «*out of the money*»? Es decir, ¿debe acudir al mecanismo de «*cross-class cramdown*» (y, por tanto, a la «*absolute priority rule*») para extender los efectos del plan sobre las clases disidentes «*out of the money*»? Si se acude a este remedio colectivo, ¿disponen los acreedores de las clases «*out of the money*» del remedio individual del «*best-interests test*»? Todas estas cuestiones deberían precisarse, pues son de suma importancia práctica en los planes de reestructuración donde todas las clases cuyos miembros están «*in the money*» han votado a favor de la propuesta y, por ejemplo, consienten en que los socios mantengan parte del capital social a pesar de estar tan «*out of the money*» como los acreedores subordinados.

- En primer lugar, las «clases afectadas» deberían ser todas aquéllas incluidas dentro del perímetro de la reestructuración (recuperen o no íntegramente el valor actual de su derecho de crédito) o que de otro modo se vean afectadas por la propuesta (e.g. los socios, si no se prevé que mantengan la totalidad del capital) –incluso las clases cuyos miembros no obtengan ningún tipo de recuperación bajo el plan–. Por lo tanto, si todas las clases afectadas votan a favor de la propuesta (lo que exige la concurrencia de las mayorías internas oportunas), los disidentes de estas clases no deberían poder alegar sacrificio desproporcionado si hay otras clases de acreedores (financieros, en el caso de la homologación) que no quedan afectadas por la propuesta. La sentencia del caso FCC⁸⁷² es correcta en este sentido.
- En segundo lugar, para poder extender los efectos del plan a clases enteras disidentes, se exige que una clase que obtenga algún tipo de recuperación (no íntegra) vote a favor del plan (sin contar con el voto de personas especialmente relacionadas). Una vez reunido este presupuesto, se puede acudir al mecanismo de «*cross-class cramdown*» para extender los efectos del plan sobre el resto de clases afectadas (incluidas aquéllas cuyos miembros no obtengan ningún tipo de recuperación). Ahora bien, como remedio de clase, todas las afectadas, incluso aquéllas cuyos miembros no reciban nada, tienen

⁸⁷¹ El apartado 24 del preámbulo es taxativo en este sentido: «*parties unaffected by the restructuring plan should have no voting rights in relation to the plan, nor should their support be required for approval of any plan*».

⁸⁷² Juzgado de lo Mercantil de Barcelona de 29.XI.2016 (núm. 374/2015; ponente: Manuel Ruiz de Lara). Vid. *Infra* VIII.1.7.

derecho a oponerse a la aprobación del plan con base en la valoración de la empresa o la «*absolute priority rule*». Puede ser que, conforme a una valoración de la empresa superior, los miembros de las clases que no obtenían nada conforme al plan puedan recibir parte del capital social de la sociedad reestructurada (pues el límite de recuperación de las clases preferentes es el nominal del crédito)⁸⁷³.

Ésta es la solución dada por el derecho estadounidense: se entiende que las clases cuyos miembros no reciben nada han votado en contra de la propuesta, pero mantienen su derecho a oponerse a la aprobación judicial del plan (sección 1126(g)⁸⁷⁴). Por el contrario, la casuística de los «*scheme of arrangement*» ha llevado a considerar como clases no afectadas (y, por tanto, sin derecho a voto) a las que sus miembros están «*out of the money*». Esta solución se explica porque el «*scheme of arrangement*», al igual que la homologación, no permite el arrastre entre clases, por lo que esta solución era la única factible en la práctica (nótese que los disidentes de las clases «*out of the money*» no disponen de legitimación para oponerse a la aprobación del «*scheme of arrangement*», pues, rectamente, la condonación de esos créditos

⁸⁷³ Mucho más discutible es la situación donde una clase disidente, que no obtendría ningún tipo de recuperación bajo la propuesta (e.g. socios), alega la inobservancia de la «*absolute priority rule*» para impedir que las clases que han votado a favor de la propuesta (aquellas cuyos miembros tienen además un interés económico realizable), puedan conceder a los acreedores subordinados una participación en el capital social. Aunque formalmente se incumpliría dicha regla, que es *condicio sine qua non* para el «*cross-class cramdown*», los socios no obtendrían ningún tipo de recuperación en uno u otro caso.

⁸⁷⁴ Asimismo, se presume el voto favorable de las clases que obtienen una recuperación íntegra de su derecho de crédito (incluso si hay esperas, siempre y cuando el valor actual de los pagos equivalga al nominal, lo que exige incrementar los pagos asumiendo que el tipo de interés sea positivo).

obedece al contrato suscrito entre los acreedores y ejecutado por medio del agente)⁸⁷⁵.

- En tercer lugar, cuando haya «*cross-class cramdown*», si la clase disidente no acude al remedio colectivo de la «*absolute priority rule*», los miembros deberían poder acudir individualmente al «*best interests of creditors test*» (al igual que los disidentes de las clases que se hayan adherido a la propuesta). Como deberán acreditar que su cuota de liquidación sería superior a la recuperación bajo el plan, no hay riesgo de ejercicio abusivo del «derecho político» a la impugnación judicial del plan. Así debería interpretarse la referencia al concepto de «*interested third parties*» a los efectos del apartado 32 del preámbulo.

La mayoría requerida para la aprobación del «plan» por cada clase no podrá exceder del 75 por ciento de los créditos, acciones, participaciones o intereses de la misma (art. 9.4). Por tanto, a diferencia del derecho estadounidense no se han establecido mayorías simples cualificadas, sino absolutas (aunque nada impediría lo contrario). Nótese la importante diferencia respecto al régimen en vigor en sede de aprobación de la propuesta: no hay una mayoría global que deba alcanzarse (cfr. art. 124 y disp. ad. 4^a.3 LC), sino que cada clase debe aprobar el plan conforme a la mayoría interna oportuna (cfr. art. 134. 3 y disp. ad. 4^a.4 LC). La regla del crédito sindicado podrá

⁸⁷⁵ El «*scheme of arrangement*» permite negociar un acuerdo de refinanciación con distintas clases de acreedores (y socios). Aunque el acuerdo, sometido en última instancia a aprobación judicial, debe ser aprobado por cada clase, por una mayoría simple de acreedores que representen, al menos, el 75 por ciento de los créditos (o del capital social) –sección 899 del U.K. *Companies Act*–, no es preciso recabar el consentimiento de todo el pasivo financiero del deudor (secciones 895(1)(a), 899(1) y 899(3)(a) del U.K. *Companies Act*), sino únicamente de las clases que resultan afectadas. No se pueden extender efectos ni a las clases disidentes ni a las que no votan (por no haber formado parte del acuerdo) –sección 899(3) del U.K. *Companies Act*–. La distribución de «*members*» y «*creditors*» entre clases se realiza conforme al criterio del interés común: «*those whose rights are not so dissimilar as to make it impossible for them to consult together with a view to their common interest*» (*Sovereign Life Assurance Co v Dodd* [1892] 2 Q.B. 573 at 583; y *Re Hawk Insurance Ltd* [2001] EWCA Civ 241). Pues bien, se ha logrado el «*cramdown*» de la disidencia «*out of the money*», por ejemplo, combinando el «*scheme of arrangement*» y el «*pre-pack administration*» (que sería similar a un procedimiento concursal abreviado, encaminado a la venta de la unidad productiva a los acreedores que se hallan «*in the money*» donde el pago se realizaría por compensación o confusión de sus créditos refinanciados a partir del «*scheme of arrangement*» cfr. arts. 190.3 y 191 *ter* LC). El resultado de esta combinación de procesos es que los acreedores y socios «*out of the money*» mantienen sus intereses en el deudor en concurso («*administration*»); intereses que se tornan irrealizables al haberse procedido a la enajenación de la empresa a favor del adquirente controlado por los acreedores parte del acuerdo de refinanciación. Para lograr este resultado, es necesario que los acreedores y los socios «*out of the money*» no sean parte del «*scheme of arrangement*» (pues no permite imponer el acuerdo a clases disidentes) y, sobre todo, la acreditación de que aquellos no obtendrían ningún tipo de recuperación en caso de que el deudor fuera liquidado directamente (véase *Re Bluebrook Ltd* [2009] EWHC 2114 (Ch); [2010] 1 B.C.L.C. 338). Entre la doctrina científica, por todos, Payne, J. «*Debt Restructuring in English Law: Lessons from the US and the Need for Reform*», *op. cit.*, páginas 16 a 20.

mantenerse, con la diferencia de que, ahora, se entenderá que el sindicato vota a favor de la mayoría interna de la clase en cuestión. En todo caso, para evitar tener que acudir al mecanismo del «*cross-class cramdown*» ante situaciones cercanas al abuso de derecho, sería conveniente aclarar que se entiende que votan a favor de la propuesta las clases cuyos miembros reciben el valor actual de su crédito (aunque haya esperas). A la inversa, debería establecerse el voto negativo de las clases afectadas que no obtengan ningún tipo de recuperación bajo la propuesta.

El plan debe aprobarse durante un plazo máximo de treinta días por una autoridad judicial o administrativa (art. 10), para lo que se exige: (i) que el plan sea viable –el plan debe razonablemente prevenir frente a una situación de insolvencia y asegurar la viabilidad del negocio *ex art. 10.3-*; (ii) que el proponente acredite que esta solución maximiza la recuperación de los acreedores afectados en comparación con un escenario de liquidación (arts. 2.9, 10.2.b y 13.1); (iii) que el dinero nuevo, sin ser perjudicial para el resto de acreedores, sea necesario para la implementación de la reestructuración; y (iv) que el plan haya sido votado favorablemente por todas las clases afectadas por el plan.

La disidencia puede alegar que el plan supone una recuperación menor a la que se obtendría en caso de liquidación (arts. 10.2.b y 11.1.a), a cuyo efecto el artículo 13.1 se refiere a una suerte de pericial judicial para establecer el «*liquidation value*». Este valor de liquidación no debe identificarse con el producto de la realización individualizada de los activos, sino también con el procedente de la realización de la empresa como unidad económica en funcionamiento (cfr. art. 148.1 LC⁸⁷⁶), tal y como se desprende de los apartados 27 y 30 del preámbulo⁸⁷⁷.

El artículo 15 establece el derecho al recurso devolutivo (lo que afecta al procedimiento de homologación *ex disp. ad. 4^a.7 LC*). En caso de estimación del recurso, es criticable que se permita a los estados miembros optar, como alternativa a la ineficacia del plan, por resarcir al disidente con cargo a la masa o a los acreedores que votaron a favor del plan (art. 15.4). Pese a la loable intención de evitar que una

⁸⁷⁶ Cuestión distinta es que el plan de liquidación no establezca (por lo general) este valor como tipo de salida, por lo que cabe la posibilidad de que el establecimiento empresarial se realice por un precio inferior a su valor como unidad económica en funcionamiento.

⁸⁷⁷ El apartado 30 del preámbulo insiste en hacer una distinción un tanto difusa (cfr. arts. 146 *bis* y 148 LC) entre (i) el valor de liquidación de la empresa como unidad económica en funcionamiento; y (ii) el valor de la empresa a los efectos del plan: «*the enterprise valuation is, as a rule, higher than the going-concern liquidation value because it captures the fact that the business continues its activity and contracts with the minimum disruption, has the confidence of financial creditors, shareholders and clients, continues to generate revenues and limits the impact on workers*».

minoría (tal vez testimonial) pueda privar de efectos a la solución acordada por la inmensa mayoría de los acreedores, una norma semejante (al menos en concurso) es contraria a la *par condicio creditorum* y, en la medida en que permite cobrar con certeza antes que el resto, incentiva a impugnar la aprobación judicial del plan. A lo sumo en la homologación, el remedio puede consistir en que el disidente quede al margen del acuerdo (a cuyo efecto, la mayoría se cuidará de incluir una condición resolutoria explícita en caso de que pasivo financiero por encima de cierto umbral quede al margen del acuerdo de refinanciación). La estimación de la oposición basada en el test de liquidación deslegitima la propuesta acordada por la mayoría porque, o bien en una solución sub-óptima frente a la recuperación esperada en un escenario de liquidación, o bien es expropiatoria porque altera las normas imperativas de prelación de pagos en caso de liquidación concursal. En todo caso, esta posibilidad que establece el artículo 15.4 como tutela de la mayoría debería ser únicamente aplicable a las oposiciones basadas en el test de liquidación, tal y como se desprende del apartado 32 del preámbulo. Respecto al «*cross-class cramdown*», la vulneración de la «*absolute priority rule*» denunciada por una clase disidente debería llevar al rechazo judicial del plan de reestructuración.

En efecto, la principal novedad es la posibilidad de que el plan se imponga a clases enteras disidentes («*cross-class cramdown*» del art. 11). Es decir, se prevé la posibilidad de que se apruebe la propuesta y de que se extiendan sus efectos a clases enteras disidentes aunque no se haya alcanzado la mayoría global pertinente. Para ello, es necesario que una clase afectada (en términos de quitas explícitas o implícitas –que no resulte «*unimpaired*»–), que obtenga algún tipo de recuperación bajo el plan, haya votado a favor del mismo (lo que exige mayoría interna) y que, salvo pacto en contrario (unanimidad de todas las clases afectadas), se respeten las normas de prelación crediticia (la «*absolute priority rule*»⁸⁷⁸). Conforme al artículo 2(10), la consecuencia de ello es que las clases disidentes de ulterior rango no podrán cobrar nada (salvo que se hayan comprometido a aportar nuevos recursos financieros) hasta que las preferentes hayan visto satisfecho íntegramente su derecho de crédito (siendo el nominal de su crédito el límite de su recuperación).

⁸⁷⁸ Como indica el apartado 28 del preámbulo, «*the plan should abide by the absolute priority rule, which ensures that a dissenting class of creditors is paid in full before a more junior class can receive any distribution or keep any interest under the restructuring plan. The absolute priority rule serves as a basis for the value to be allocated among the creditors in restructuring. As a corollary to the absolute priority rule, no class of creditors can receive or keep under the restructuring plan economic values or benefits exceeding the full amount of the claims or interests of such class. The absolute priority rule makes it possible to determine, when compared to the capital structure of the enterprise under restructuring, the value allocation that parties are to receive under the restructuring plan on the basis of the value of the enterprise as a going concern*».

En este sentido, el artículo 13.2(a) indica que la autoridad administrativa o judicial deberá establecer el valor de la empresa cuando se acuda al mecanismo de «*cross-class cramdown*». Este valor podrá ser impugnado colectivamente por cada una de las clases afectadas por el plan que no hayan votado a favor del mismo (art. 13.2.b), de cara a justificar que no se respeta la «*absolute priority rule*». La prueba de que el valor de la empresa es superior al indicado por el proponente puede permitir que las clases disidentes mantengan derechos económicos frente a la sociedad reestructurada. Si no se acude al remedio colectivo (como clase) de la «*absolute priority rule*», los miembros de esas clases y los disidentes de las clases que votan a favor de la propuesta pueden impugnar el plan con base en el «*best-interests test*» (arts. 10.2.b, 11.1.a y 13.1).

Con buen criterio, el apartado 29 del preámbulo indica que «*equity holders of small and medium enterprises who are not mere investors but are the owners of the firm and contribute to the firm in other ways such as managerial expertise may not have an incentive to restructure under such conditions. For this reason, the cross-class cramdown mechanism should remain optional for the plan proposer*». Por tanto, la aplicación de las normas de prelación crediticia es dispositiva por unanimidad de los acreedores que resultan vinculados por la propuesta. En efecto, más allá de la aportación de valor en términos de nuevos recursos financieros, las características del negocio o del sector pueden aconsejar que se incentive a los socios-administradores para que permanezcan al cargo de la gestión. Ahora bien, salvo que se obtenga el consentimiento unánime de los acreedores afectados por la propuesta, la posibilidad de extender los efectos del plan a las clases disidentes exige que se respeten las normas de prelación crediticia atendiendo a la valoración de la empresa. La observancia de la «*absolute priority rule*» es *condicio sine qua non* para el «*cross-class cramdown*».

Asumiendo que los estados miembros decidan tratar a los socios como clase separada (arts. 9.1 y 12.2), no se comprende que el artículo 10.1 mantenga la necesidad de que el plan sea aprobado por el deudor en caso de que el proponente sea un acreedor. En derecho español, este extremo equivaldría a mantener el libérrimo derecho del deudor a solicitar la liquidación. Este precepto deberá interpretarse sistemáticamente con el artículo 12, que establece, inequívocamente, que los socios no podrán oponerse a la aprobación del plan (en la medida en que no ostenten un interés económico realizable, se entiende). Todavía es más claro el apartado 29 del preámbulo, que dispone que «*the adoption of a restructuring plan should not be*

conditional on the Agreement of the out-of-the money equity holders, namely equity holders who, upon a valuation of the enterprise, would not receive any payment or other consideration if the normal ranking of liquidation priorities were applied». Por su parte, el apartado 44 establece que «*the effectiveness of the process of adoption and implementation of the restructuring plan should not be jeopardized by company law rules*». Es decir, en el marco de los procedimientos judiciales de insolvencia, el órgano jurisdiccional puede y debe suplir a la voluntad de los órganos societarios para no impedir la implementación de una propuesta aprobada por la mayoría oportuna de acreedores, siempre y cuando los socios carezcan de un interés económico realizable frente a la sociedad y, por tanto, se vean privados de derecho de voto. De ahí, una vez más, la importancia de que el legislador español decida, en su caso, tratar a los socios como una clase separada a efectos de «*cramdown*».

3.3.3. La valoración de la empresa

El derecho de la insolvencia piloto, en buena medida, sobre un elemento de hecho: la valoración de la empresa⁸⁷⁹. Este elemento es fundamental como justificación para otorgar derechos políticos y económicos a los acreedores «*in the money*»; y a la inversa, para otorgar protección a la disidencia. Los derechos y unos y otros quedan determinados en cada caso concreto por la realidad económico-financiera de la empresa que se refinancia.

No se oculta que la prueba pericial es crucial a efectos del «*cramdown*» y de la «*absolute priority rule*», ya que los acreedores con créditos de rango superior tienen incentivos para asignar un menor valor a la empresa (todo lo contrario que los acreedores subordinados y los socios), pues de ello depende (i) la asignación de derechos en la sociedad reestructurada; (ii) la superación del «*best-interests test*»; y (iii) la obtención de los beneficios futuros de la actividad empresarial de la sociedad refinanciada.

El abanico de posibilidades respecto a la valoración de la empresa comienza con la dicotomía entre (i) valor de la empresa como unidad económica en funcionamiento o (ii) valor de liquidación ante la quiebra del principio de empresa en funcionamiento. Esta distinción pueda dar lugar a confusión porque, a pesar de las asunciones de la

⁸⁷⁹ Véase el trabajo de Thery, Adrian «Implicaciones de la valoración en la Ley Concursal», La Ley 1375/2015, número 8492, marzo de 2015, quien sostiene que han de reinterpretarse ciertas normas de la Ley Concursal con base en la valoración de la empresa en cada caso concreto.

normativa contable española (resolución del ICAC de 18.X.2013⁸⁸⁰), es perfectamente posible (e imperativo intentar) proceder a la enajenación de la empresa como unidad económica en funcionamiento en el marco de la fase de liquidación concursal (arts. 146 bis y 148.1 LC).

Con todo, en el derecho comparado se ha recurrido en ocasiones a valorar la empresa bajo la hipótesis de liquidación, asumiendo que éste sería el escenario más plausible en caso de que no se aprobara la propuesta de convenio⁸⁸¹. No obstante, la tesis mayoritaria consiste en asociar la valoración de la empresa como unidad económica en funcionamiento a los casos de «*financial distress*», reservando la hipótesis de liquidación para los de «*economic distress*»⁸⁸².

La Propuesta de Directiva de 22.XI.2016⁸⁸³ hace referencia a la cuestión de la valoración en el artículo 13: (i) cuando se acuda al «*cross-class cramdown*»; y cuando se impugne en plan sobre la base de (ii) la «*absolute priority rule*»; o (iii) el «*best interests of creditors test*». En este tercer supuesto debe acudir al valor de liquidación conforme a las hipótesis de realización individual o colectiva de los activos, conforme al principio de empresa en funcionamiento (apartados 27 y 30 del preámbulo). En los otros dos casos (i) y (ii) debe atenderse al valor de la empresa. En este sentido, el apartado 30 del preámbulo insiste en hacer una distinción un tanto difusa (cfr. arts. 146 bis y 148 LC) entre (a) el valor de liquidación de la empresa como unidad económica en funcionamiento; y (b) el valor de la empresa a los efectos del

⁸⁸⁰ Resolución de 18 de octubre de 2013, del Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas, sobre el marco de información financiera cuando no resulta adecuada la aplicación del principio de empresa en funcionamiento (BOE de 25 de octubre).

⁸⁸¹ En el caso del Reino Unido, véase *Re MyTravel Group Plc* [2004] EWHC 2741 (Ch); [2005] 1 W.L.R. 2365, [2004] EWCA Civ 1734; [2005] 2 B.C.L.C. 123 (CA); *Re Tea Corporation* [1904] 1 Ch. 12; o *Re Telewest Communications Plc* [2004] EWHC 924; [2004] B.C.C. 342. Véase Payne, J. «*Debt Restructuring in English Law: Lessons from the US and the Need for Reform*», *op. cit.*, páginas 17 a 20.

⁸⁸² *Vid. Supra* I.2.1. y I.2.2. Véase los trabajos de Crystal, M. y Mokal, R. «*The Valuation of Distressed Companies- A Conceptual Framework*» (2006) 3 *International Corporate Rescue* 63 (Part 1) and 123 (Part 2); Westbrook, J. «*The Control of Wealth in Bankruptcy*» (2004) 82(4) *Texas Law Review* 795; O'Rourke, K. «*Valuation Uncertainty in Chapter 11 Reorganizations*» (2005) *Columbia Law Review* 403; McKinsey & Co Inc, Copeland, Koller y Murrin *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, quinta edición, 2010; O'Dea, K. «*Craving a cramdown: why English insolvency law needs reforming*», *Butterworths Journal of International Banking and Financial Law* 583, 2009; y Segal, N. «*Schemes of Arrangement and Junior Creditors – does the US Approach to Valuations Provide the Answer?*», *Insolvency Intelligence* 49, 2007.

⁸⁸³ *Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on preventive restructuring frameworks, second chance and measures to increase the efficiency of restructuring, insolvency and discharge procedures and amending Directive 2012/30/EU.*

plan: «*the enterprise valuation is, as a rule, higher than the going-concern liquidation value because it captures the fact that the business continues its activity and contracts with the minimum disruption, has the confidence of financial creditors, shareholders and clients, continues to generate revenues and limits the impact on workers*».

Sea como fuere, una vez determinado que la aplicación del principio de empresa en funcionamiento es la adecuada en los casos de «*financial distress*», la metodología idónea para cada caso concreto («*discounted cash flow*», valoración por múltiplos, etc.) puede variar y, sin duda, será fuente de controversia entre las partes para determinar quién tiene interés económico realizable (y, por tanto, derechos políticos y económicos en la sociedad reestructurada).

La determinación del valor actual de la empresa conforme a una metodología u otra no impide, *per se*, el establecimiento de ciertas previsiones a favor de los socios o los acreedores que se encuentren «*out of the money*», en atención, por ejemplo, a que la empresa refinanciada pueda presentar un valor mayor al esperado en un determinado momento (por ejemplo, mediante la emisión de «*warrants*»).

4. El concurso de acreedores como solución al problema de problema de acción colectiva (conflicto de interés entre acreedores: «horizontal»)

4.1. *El concurso de acreedores como solución judicial a la insolvencia*

La insolvencia es un problema de acción colectiva. Los acreedores persiguen cobrar lo máximo y lo antes posible frente a un deudor incapaz de pagar todas sus obligaciones puntual y regularmente. Ninguno está dispuesto a conceder una quita o una espera salvo que (i) todos los demás hagan lo propio y (ii) que la recuperación del crédito novado sea superior a la estimada en caso de que se liquide la empresa. Esta acción descoordinada es susceptible de poner en peligro el valor económico asociado a la continuidad de la actividad de empresas económicamente viables, lo que perjudica al común de los acreedores («*financial distress*»). En caso de fallido financiero y económico («*economic distress*»), el concurso asegura que los créditos se paguen conforme a las normas imperativas de prelación en interés de los acreedores con menor poder de negociación⁸⁸⁴.

⁸⁸⁴ Vid. *Supra* I.1.2.

Los procedimientos judiciales de la insolvencia, como «producto» característico del derecho de la insolvencia, son mecanismos solutorios que aspiran a reducir costes de transacción en beneficio de los propios acreedores mediante la limitación de derechos individuales en beneficio del común. El concurso de acreedores cumple con esta función. Con todo, pese a sus indudables bonanzas, el concurso adolece de ciertas deficiencias a la hora de abordar el problema de acción colectiva. Destaca la falta de protección de los acreedores que financian la continuidad de la actividad empresarial desde la solicitud de concurso («*the GAP creditors*»). Ello pone en peligro, en definitiva, la propia continuidad de la actividad empresarial, lo que justificaría retrotraer el ámbito de aplicación de los artículos 61.3 y 84.2.6º de la Ley Concursal (y de la acción de reintegración concursal) al momento de la solicitud de concurso.

Ahora bien, aunque el deudor tiene el deber de solicitar la declaración de concurso voluntario cuando se encuentra en situación de insolvencia actual (arts. 2.2, 5 y 165.1º LC), este procedimiento no es más que una alternativa a disposición de los «*stakeholders*» cuando los costes de transacción impiden, en los casos de «*financial distress*», que se alcance un acuerdo de refinanciación⁸⁸⁵. El consentimiento unánime de todos los acreedores o el establecimiento de previsiones *ex ante* en los contratos ofrece una alternativa al propio concurso de acreedores (por ejemplo, los acuerdos mayoritarios en un acuerdo de financiación sindicada⁸⁸⁶). En estos casos, la solución judicial a la insolvencia deja de ser necesaria. Sin perjuicio de ciertas externalidades negativas en términos reputacionales, de deterioro del fondo de comercio, de fuga de

⁸⁸⁵ Kraakman, R. *et al*, *The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach*, *op. cit.*, página 149: «*(i) if firm have few creditors, then corporate bankruptcy law need only reform the role of liquidating failed firms: firms that have businesses worth saving can be restructured by a private "workout". However, as the dispersion of creditors increases, so does the difficulty of achieving a private solution, and it becomes increasingly valuable to have the option of a bankruptcy procedure that uses governance strategies to help creditors take ownership of a firm that continues to operate*». Así se establece indirectamente en la propia Ley Concursal (arts. 5 *bis*, 71 *bis*, 231 y ss., y disp. ad. 4ª LC).

⁸⁸⁶ En estos casos, los acreedores profesionales acuerdan ejercitar sus derechos de forma coordinada, por medio de un mandatario común con facultades representativas (el agente). La amenaza de un crédito resarcitorio por los daños y perjuicios causados por el incumplimiento del contrato de sindicación y, sobre todo, los daños reputacionales al tratarse de actores habituales actúan como mecanismo desincentivador en la práctica. Ahora bien, sin perjuicio del tratamiento contemplado por la Ley Concursal (art. 121.4.II y Disp. Ad. 4ª.1.IV LC), los contratos de préstamo o de apertura de crédito sindicado establecen que los créditos de los acreedores son parciarios (mancomunados simples) *ex artículo 1138 del Código Civil*. Por tanto, cada acreedor mantiene legitimación individual para el ejercicio de sus derechos, lo que no varía por el otorgamiento de un poder a favor del agente.

talento, etc., el concurso también comporta costes, la injerencia de un tercero en la gestión empresarial, el coste asociado a los tiempos de la tramitación judicial, etc.⁸⁸⁷

4.2. Los acuerdos de refinanciación como alternativa al concurso

Ahora bien, los acuerdos de refinanciación presentan los mismos síntomas del problema de acción colectiva que justifica la existencia del procedimiento concursal⁸⁸⁸. Además, la regla de la unanimidad otorga derecho de veto a los acreedores disidentes⁸⁸⁹, que disponen de legitimación para solicitar la declaración de concurso necesario (aunque su crédito no sea realizable en el concurso o al margen del mismo)⁸⁹⁰. El propio deber de solicitar la declaración de concurso incrementa el poder de negociación de los acreedores oportunistas a costa de la responsabilidad de los administradores.

⁸⁸⁷ Kraakman, R. *et al*, *The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach*, *op. cit.*, páginas 122-123: «*all our jurisdictions give creditors the right to trigger bankruptcy proceedings against firms that are insolvent. This transforms creditors' individual entitlements to seize or attach particular assets into entitlements to participate in a collective process. Bankruptcy law introduces a new structure for the firm that retains the five basic features of the corporate form (...), with the difference that the creditors, rather than the shareholders, are now the owners (...). Of course, creditors often would rather not have a distressed firm actually go into "formal" bankruptcy proceedings. This is because a firm's bankruptcy calls its future into question, with the consequence that its suppliers and customers downgrade their expectations about its commitments to performance –which, in turn, reduces the value that can be obtained by selling the firm's assets. Hence it is common for firms to seek to effect a "workout" with their creditors (a restructuring in the shadow of bankruptcy proceedings) rather than go into formal proceedings. Intercreditor coordination and agency costs mean that the chances of achieving a workout reduce with the number, and heterogeneity, of creditors involved in renegotiation, making bankruptcy law's role correspondingly more important (...)* *Ex post* (bankruptcy) defines the way in which control of the firm is allocated if creditors exercise their real option, ideally in a manner that minimizes coordination and agency costs. *Ex ante*, it provides the backdrop to negotiations between creditors and the firm over lending agreements, covenants, and the like. It defines the consequences of the creditors becoming the owners of the firm. Consequently, at a step before that, it influences how much creditors will be willing to lend in the first place».

⁸⁸⁸ *Vid. Supra* I.1.2.

⁸⁸⁹ Harner, M.H. «*The Corporate Governance and Public Policy Implications of Activist Distressed Debt Investing*», *Fordham Law Review*, Volume 77, Issue 2 ,2008, 703-773 (especialmente: página 739): «*the consensual nature of an out-of-court restructuring limits its usefulness. For example, most out-of-court restructurings plans involve a restructuring only of the company's bank and bond debt. General unsecured claims held by customers, suppliers, vendors, and others remain intact, as do shareholders' interests. This result is in stark contrast to Chapter 11, under which creditors' claims and shareholders' interest can be modified or event extinguished without the consent of the holder*».

⁸⁹⁰ El acreedor puede titular un crédito subordinado. Como excepción, los adquirentes (cesionarios) a título singular de créditos vencidos ven suspendido su derecho al proceso durante seis meses (art. 3.2 LC). La *ratio* de esta norma es impedir que los cesionarios cuyos créditos reúnan estas características puedan presionar al deudor con la solicitud de la declaración de concurso. Véase Rojo, A. «Comentario del artículo 3», en la obra colectiva *Comentario de la Ley Concursal* (Rojo, A. y Beltrán, E., dirs.), Civitas, 2004, páginas 208 a 211.

Como solución a buena parte de estos problemas, el derecho de la insolvencia ha evolucionado para ofrecer alternativas al concurso que permiten reducir los problemas de coordinación propios de la negociación de un acuerdo de refinanciación⁸⁹¹. Además de conjurar notablemente el riesgo del sesgo en la visión retrospectiva⁸⁹² del juicio de reintegración⁸⁹³, el deudor puede obtener la suspensión del deber de solicitar la declaración de concurso durante tres meses⁸⁹⁴ y de las ejecuciones dirigidas contra bienes y derechos necesarios para la continuidad de la

⁸⁹¹ Las reformas han sido llevadas a cabo, fundamentalmente, por el Real Decreto-ley 3/2009, de 27 de marzo, sobre medidas urgentes en materia tributaria, financiera y concursal ante la evolución de la situación económica; la Ley 38/2011, de 10 de octubre, de reforma de la Ley Concursal; la Ley 14/2013, de 27 de septiembre, de apoyo a los emprendedores y su internacionalización; la Ley 17/2014, de 30 de septiembre, por la que se adoptan medidas urgentes en materia de refinanciación y reestructuración de deuda empresarial; y la Ley 9/2015, de 25 de mayo, de medidas urgentes en materia concursal.

⁸⁹² Aunque el perjuicio debe analizarse en el momento de la celebración del negocio jurídico (art. 71 LC), la insolvencia ha sido tenida en cuenta en ocasiones por los órganos jurisdiccionales para aliviar la carga de la prueba de la administración concursal. Respecto a este problema de *probatio diabólica* a propósito de un acuerdo de refinanciación no protegido frente a la acción de reintegración concursal, véase la sentencia de la Audiencia Provincial de Madrid (sección 28ª), de 20.IV.2012 (JUR 2012, 177366; ponente: Pedro Gómez), en cuyo fundamento de derecho octavo se indica que: «*el hecho de que las entidades prestamistas ahora apelantes, que no podían ser desconocedoras de tan trascendente modificación legal, eludieran hacer uso de las ventajas que la misma podría haberles brindado, constituye una circunstancia de la que, dentro del contexto ya descrito y no aisladamente -se insiste-, cabe deducir par vía presuntiva que aquéllas eran conscientes de que la situación concurrente en la entidad finalmente concursada no permitía confeccionar con rigor un auténtico plan de viabilidad ni mucho menos someterlo, con alguna probabilidad de éxito, al escrutinio del experto que el Registro Mercantil tuviera a bien designar en torno a la verosimilitud o realizabilidad de las previsiones que ese hipotético plan contuviera*». Con todo, la «bondad» de los acuerdos de refinanciación que no gozan de protección frente a la acción de reintegración ha sido confirmada por el Tribunal Supremo (sala primera) en la sentencia de 9.VII.2014 (RJ 2014, 3618; ponente: Sebastián Sastre).

⁸⁹³ El acuerdo de refinanciación se encuentra protegido frente al ejercicio de la acción rescisoria de reintegración concursal ex artículo 71 de la Ley Concursal. Esta protección varía dependiendo del tipo de acuerdo y del modo en que se formalice. La protección es absoluta a través de la «homologación» del acuerdo de refinanciación (para lo que se exige una mayoría del 51 por ciento de los créditos financieros). Los acuerdos del artículo 71 bis de la Ley pueden ser atacados (únicamente por la administración concursal) si se constata la ausencia de alguno de los requisitos necesarios para su protección. En los casos del primer apartado, la mayoría de tres quintos se calcula sobre el pasivo global, mientras que los acuerdos del segundo, a pesar de no reunir los requisitos del primer apartado, presentan otras características que el legislador considera dignas de protección. En todo caso, la legitimación para el ejercicio de otras acciones de impugnación distintas de la rescisoria concursal corresponde exclusivamente a la administración concursal (art. 72.2 y disp. ad. 4ª.13 LC).

⁸⁹⁴ Véase los artículos 2.2, 5 y 5 bis de la Ley Concursal. A partir del vencimiento del tercer mes, los acreedores pueden solicitar la declaración de concurso necesario, pero sólo se proveen una vez que se constata que el deudor no hace lo propio durante el cuarto mes (arts. 7 y 15.3 LC).

actividad empresarial⁸⁹⁵. Adicionalmente, el procedimiento de homologación permite extender los efectos del acuerdo de refinanciación a la minoría disidente de créditos financieros⁸⁹⁶ (adecuando los derechos políticos al «valor de la garantía real»). Además de esta protección, hay incentivos para la concesión de nueva financiación⁸⁹⁷.

4.3. Las deficiencias de los acuerdos de refinanciación frente al concurso

Sin embargo, las alternativas al concurso adolecen de ciertas deficiencias desde la perspectiva del problema de acción colectiva. La paralización de acciones (o la suspensión de los procedimientos en curso) está restringida en su ámbito de aplicación subjetivo (no alcanza a los créditos públicos) y objetivo (acciones

⁸⁹⁵ Con la excepción de los créditos públicos. En el caso de créditos financieros, la suspensión de ejecución puede extenderse a cualesquiera bienes o derechos (sean o no necesarios para la continuidad de la actividad empresarial), siempre y cuando se recabe un acuerdo suscrito por una mayoría (de créditos, no de acreedores), del 51 por ciento de los créditos financieros. De este modo, es posible extender a los acreedores disidentes los efectos de un acuerdo de «*standstill*» (acuerdo de inexigibilidad del crédito y renuncia temporal de ejercicio de derechos, sin que ello suponga novación, prórroga o extensión del plazo *ex art.* 1851 CC). Sin embargo, los acreedores titulares de «garantías financieras» sometidas al Real Decreto-ley 5/2005 no se encuentran vinculados por estas previsiones.

⁸⁹⁶ Véase los apartados tercero y cuarto de la disposición adicional cuarta de la Ley Concursal. Además, la providencia por la que se admite a trámite la demanda de «homologación» impide el ejercicio de acciones ejecutivas contra cualesquiera bienes o derechos por parte de los acreedores (disidentes) titulares de derechos financieros, suspendiendo, asimismo los procedimientos en curso. Nuevamente, los acreedores titulares de «garantías financieras» sometidas al Real Decreto-ley 5/2005 no se encuentran vinculados por estas previsiones.

⁸⁹⁷ Más allá de la conocida como «regla 50/50» entre crédito contra la masa (art. 84.2º.11 LC) y crédito con privilegio general (art. 91.6º LC), la totalidad del «dinero nuevo» disfruta de la condición de crédito contra la masa hasta el 1.x.2016, con independencia de quién sea el prestamista o acreditante (es decir, aunque se trate de una persona especialmente relacionada con el deudor *ex arts.* 92.5º y 93 LC). Sin embargo, el crédito por los intereses se clasifica como subordinado. Por otra parte, los acreedores que devengan socios o accionistas como consecuencia de un acuerdo de aumento de capital por compensación de créditos, aprobado en el marco de ciertos acuerdos de refinanciación, no son considerados personas especialmente relacionadas con el concursado (art. 93.2.2º.II LC). La Ley 9/2015, de 25 de mayo, de medidas urgentes en materia concursal (BOE de 26 de mayo), ha extendido aún más esta protección porque el «*safe harbor*» se extiende a los acreedores que, en dichos términos y condiciones, sean nombrados administradores de la sociedad deudora. La dicción «*créditos que ostenten contra el deudor como consecuencia de la refinanciación que le hubiesen otorgado en virtud de dicho acuerdo*», en particular, el inciso «*como consecuencia*» crea confusión. En el caso de los socios, la subordinación opera respecto de los créditos devengados tras la adquisición de dicha condición (art. 93.2.1º LC), por lo que la protección tiene sentido respecto a los nuevos fondos –no debería ser posible «sanar» créditos subordinados debido a causas anteriores–. La lectura del preámbulo de la Ley 17/2014, de 30 de septiembre, por la que se adoptan medidas urgentes en materia de refinanciación y reestructuración de deuda empresarial (BOE de 1 de octubre) refuerza esta interpretación, al referirse a «*la financiación otorgada por ellos como consecuencia de dicha operación*» (expositivo IV). Sin embargo, en el caso de los administradores es relevante que la excepción se refiera tanto a los créditos refinanciados (es decir, los devengados con anterioridad al acuerdo) como al dinero nuevo (art. 93.2.2º LC).

ejecutivas)⁸⁹⁸: el pago y los subrogados del cumplimiento⁸⁹⁹ quedan al margen. Por supuesto, los acreedores no disponen de una acción rescisoria (no subsidiaria) que, prescindiendo del elemento intencional (*animus nocendi o scientia fraudis*), sea aplicable al margen del concurso (cfr. arts. 1111 y 1291.3^o CC).

Tampoco existe ningún tipo de protección respecto a los contratos bilaterales y sinalagmáticos con obligaciones pendientes de cumplimiento al tiempo de la comunicación del artículo 5 *bis* de la Ley Concursal. Desde luego, la previsión del artículo 61.3 de la Ley Concursal (al igual que la del art. 71.1 LC) adolece de cierta miopía al determinar como fecha relevante la fecha de la declaración de concurso (en lugar de la de solicitud). Pero en el caso del «preconcurso» no existe ningún tipo de protección (sin perjuicio de la eventual rehabilitación de créditos y contratos *ex arts.* 68 y 69 LC en caso de concurso posterior⁹⁰⁰). Ahora bien, estas cláusulas «*ipso facto*» no serán válidas y eficaces cuando el deudor esté cumpliendo con el programa contractual, pues no se tratará de un incumplimiento esencial (art. 1124 CC)⁹⁰¹. Cuestión distinta es que las partes incorporaran una condición resolutoria en el contrato desvinculada del incumplimiento (art. 1113.II CC)⁹⁰². Por otro lado, la posibilidad del incumplimiento eficiente (resolución en interés del concurso) sigue

⁸⁹⁸ Pese a la naturaleza autónoma del proceso cautelar respecto al declarativo y el ejecutivo, el embargo cautelar (no ejecutivo) de una cuenta corriente, a diferencia de una anotación preventiva de embargo, puede determinar la viabilidad del acuerdo de refinanciación, por lo que debería entenderse incluido.

⁸⁹⁹ Hay que diferenciar la compensación como subrogado del pago (arts. 1195 y ss. CC) y la compensación como mecanismo de ejecución extrajudicial de la prenda de derechos de crédito, cuando el crédito pignorado ha venido y se ha pagado cuando se incumple la obligación principal. El ejemplo característico es la pignoración del derecho de crédito a la restitución del depósito cuando el acreedor pignoraticio reúne también la condición de depositario.

⁹⁰⁰ En la práctica, el plazo de tres meses del artículo 68.1 de la Ley Concursal impide que se acuda a esta institución. La mera realización de la comunicación del artículo 5 *bis* ya puede llevar a que la *solicitud* se retrase entre tres y cuatro meses.

⁹⁰¹ En ese caso, aunque el contrato no sea susceptible de rehabilitación (art. 69 LC), el deudor o la administración concursal podrá demandar a la parte *in bonis* pidiendo el cumplimiento del contrato más el correspondiente crédito resarcitorio. Otra cosa es que, al no ser competente el juez del concurso para conocer de esta acción (art. 8.1^o LC), o por la relevancia del contrato para el patrimonio del deudor, no se acuda habitualmente a este remedio en la práctica.

⁹⁰² Otra cuestión no resuelta son los efectos de la extensión de los efectos del acuerdos de refinanciación sobre este tipo de contratos (apertura de crédito en cuenta corriente), cuando se extienden los efectos a la parte *in bonis* (disp. ad. 4^a LC). El problema es aún más acuciante cuando se computa la totalidad del crédito (el dispuesto y el disponible) a efectos de imponer quitas o esperas. ¿Está obligado este acreedor a proporcionar crédito después de haber sufrido una quita por la parte dispuesta? Sancho I. («Homologación, eficacia, impugnación y rescisión de los acuerdos de refinanciación», en la obra colectiva, *Acuerdos de refinanciación, convenio y reestructuración* [Las reformas de 2014 y 2015 de la Ley Concursal], León, F.J. dir., Aranzadi, 2015) considera que se debe computar la totalidad del crédito concedido a efectos de la determinación de las mayorías, pero que las quitas (a diferencia de las esperas) deben ir referidas sólo a las cantidades ya dispuestas.

restringida al procedimiento concursal (art. 61.2.II LC) al igual que los mecanismos de rehabilitación y de enervación del desahucio (arts. 68, 69 y 70 LC).

Con todo, el aspecto más importante en la práctica es la dificultad de celebrar un convenio singular entre la Administración tributaria y el deudor que ha alcanzado un acuerdo de refinanciación⁹⁰³. Frente a la dicción literal de los artículos 10.3 de la Ley General Presupuestaria y 164.4 de la Ley General Tributaria, debería realizarse una interpretación sistemática conforme a la remisión que realizan a la propia Ley Concursal⁹⁰⁴ (y, en todo caso, conforme al contexto y a la realidad del tiempo en que

⁹⁰³ La Instrucción 3/2014, de 19 noviembre, de la Directora del Departamento de Recaudación de la Agencia Estatal de la Administración Tributaria, para la suscripción de acuerdos singulares con obligados declarados en concurso de acreedores, establece que es *condicio sine qua non* que el deudor se halle declarado en situación legal de concurso.

⁹⁰⁴ El artículo 164.4 de la Ley General Tributaria se refiere expresamente a «*los acuerdos o convenios previstos en la legislación concursal (...). Este privilegio podrá ejercerse en los términos previstos en la legislación concursal*». Pues bien, la referencia a «acuerdo» es perfectamente extensible tanto al convenio de acreedores como al acuerdo de refinanciación alcanzado al socaire de la Ley Concursal, que contempla ambas posibilidades como soluciones convencionales alternativas para remover la situación de insolvencia del deudor común.

han de ser aplicados⁹⁰⁵ *ex art. 3.1 CC*⁹⁰⁶) y ofrecer el mismo trato al convenio, al acuerdo de refinanciación y al acuerdo extrajudicial de pagos.

Desde la perspectiva laboral, la declaración de concurso atenúa la carga probatoria en los procedimientos de suspensión o extinción colectiva de contratos de trabajo por causas objetivas, que traen causa de la situación económico-financiera del deudor (arts. 52 y 53 ET). No en vano, la negociación corresponde a la administración concursal (sólo se prevé la autorización judicial para que el deudor participe en el período de consultas en los casos de intervención *ex art. 64.5.II LC*). Y no se reconoce legitimación individual a los trabajadores para interponer recurso de suplicación contra el auto que acuerda la suspensión o la extinción colectiva de los contratos de trabajo (art. 64.8.I LC). Además, la declaración de concurso equivale a la declaración judicial de insolvencia que, de otro modo, los trabajadores precisarían recabar del orden jurisdiccional social para poder dirigirse contra el Fondo de Garantía Salarial.

⁹⁰⁵ A la misma conclusión se llega acudiendo al análisis de la *ratio legis* de las reformas operadas en la Ley Concursal desde el año 2003. Conforme al tercer expositivo del preámbulo de la Ley 17/2014, de 30 de septiembre, por la que se adoptan medidas urgentes en materia de refinanciación y reestructuración de deuda empresarial (BOE de 1 de octubre): «*el procedimiento concursal español concluye en un alto número de casos en la liquidación del deudor, de modo que la fase preconcursal resulta verdaderamente determinante para la reestructuración financiera de las empresas. A estos efectos, los acuerdos de refinanciación son los instrumentos más adecuados para el establecimiento de nuevos calendarios de amortización y condiciones financieras más acordes con la situación del mercado y de las empresas, a cambio de quitas, esperas y capitalizaciones de las deudas. Por ello, la presente reforma se centra en la mejora del marco legal preconcursal de los acuerdos de refinanciación, por constituir una de las áreas estratégicamente más relevantes en la medida en que, fruto del consenso entre el deudor y sus acreedores, pretenden la maximización del valor de los activos, evitando el concurso de la entidad, y la reducción o aplazamiento de los pasivos*». Desde esta misma perspectiva del espíritu de la norma (el criterio teleológico), el artículo 164.4 de la Ley General Tributaria es la contrapartida a la inmunidad del crédito tributario frente a las soluciones convencionales del derecho español de la insolvencia. Aunque parte del carácter privilegiado del crédito tributario, el derecho de la insolvencia reconoce la posibilidad de que la Administración tributaria celebre un acuerdo singular con el deudor cuando alcance una solución convencional a su insolvencia. Por un lado, el crédito tributario que goza de privilegio general no queda afectado por el contenido del convenio de acreedores –salvo que se vote a favor (art. 134.2 LC) o concurra la mayoría precisa del crédito público (art. 134.3 LC)– ni por la paralización de ejecuciones (art. 5 bis.4.IV LC) o por la extensión de efectos del acuerdo de refinanciación (disp. ad. 4^a.1.V LC). Por otro, sin embargo, la Administración tributaria debería poder celebrar un convenio singular como consecuencia de la suscripción de cualquiera de las soluciones convencionales a la insolvencia contempladas por la Ley. El único límite es que las condiciones de dicho acuerdo singular no sean más favorables para el deudor que las recogidas en el acuerdo de refinanciación. La prohibición de adhesión voluntaria del crédito público a los acuerdos de refinanciación homologados (disp. ad. 4^a.1.V LC) no implica que no pueda celebrarse un acuerdo singular, en condiciones no menos favorables que para los acreedores que sí puedan adherirse a aquellos. Finalmente, el riesgo de reintegración tampoco debería ser un obstáculo sobre la base del «*safe harbor*» del artículo 71.5.3^o de la Ley Concursal.

⁹⁰⁶ No es ni siquiera necesario acudir a la identidad de razón para llevar a cabo dicha interpretación (art. 4.1 CC). Con todo, la analogía que se propugnaría quedaría al margen del ámbito de aplicación del artículo 14 de la Ley General Tributaria, que únicamente comprende el ámbito del hecho imponible, de las exenciones y demás beneficios o incentivos fiscales.

Por el contrario, tras las sucesivas reformas operadas en la Circular 4/2004, de 22 de diciembre, sobre normas de información financiera pública y reservada, y modelos de estados financieros, el margen para el oportunismo en materia de dotación de pérdida por deterioro de créditos (provisiones) es cada vez menor (las ventajas del acuerdo de refinanciación frente al concurso por este motivo se han reducido)⁹⁰⁷.

4.4. *¿Es la dicotomía acuerdo de refinanciación/liquidación concursal el futuro inmediato que depara el derecho español de la insolvencia?*

La vorágine reformista ha hecho gala de cierta inconsistencia en cuanto a los motivos que han llevado al legislador español a la promoción de los acuerdos de refinanciación como solución alternativa al concurso. El deudor mantiene el deber de solicitar la declaración de concurso voluntario (arts. 2.2 y 5 LC). Asimismo, el acreedor solicitante del concurso necesario sigue disfrutando de un privilegio general –bien que de último rango– sobre la mitad de su crédito no subordinado (art. 91.7º LC). Además, la Ley 9/2015, de 25 de mayo, sobre medidas urgentes en materia concursal (BOE de 26 de mayo) ha extendido al convenio las reformas relativas a la posible extensión de los efectos del convenio sobre los acreedores privilegiados, siempre y cuando concurren las mayorías correspondientes entre los acreedores de la misma clase (las ventajas con las que se incentivaban los acuerdos de refinanciación son

⁹⁰⁷ Sobre esta cuestión, permítase hacer referencia al siguiente trabajo: Ara, C. «*Are The New Legally Enhanced Workouts that “Fancy”?*», *op. cit.*, páginas 15-19. (1) Actualmente, la declaración de concurso impone a los bancos el deber de provisionar el 25 por ciento del crédito. Al margen del concurso, salvo que haya morosidad superior a tres meses (o que existan dudas sobre la capacidad de pago del deudor), no hay deber de dotar provisión (pérdida por deterioro del crédito). En caso de morosidad, la provisión es del 25 por ciento del valor del crédito durante los 6 primeros meses. Este porcentaje debe aplicarse sobre la totalidad de las posiciones del acreedor contra el deudor (es decir, no sólo los morosos), cuando los saldos morosos representen más del 25 por ciento de los importes pendientes de cobro, lo que supone un desincentivo para conceder dinero nuevo, si no se hace tras la remoción de la causa de morosidad (para lo que no es suficiente un «*standstill*»). (2) Si el término del crédito ha vencido cuando se declara el concurso (lo que no tiene por qué ser así, dado que sólo la apertura de la fase de liquidación produce el vencimiento anticipado de los créditos *ope legis ex art. 146 LC*), a los seis, nueve y doce meses debe dotarse un 25 por ciento adicional (de modo que al cabo de un año el valor contable del crédito sea cero). Esta conclusión es la misma si los créditos están impagados al margen del concurso durante estos plazos. Un pacto de espera y no exigibilidad del crédito no es suficiente para evitar la dotación de la provisión: se necesita una ampliación del plazo mediante la novación del contrato. (3) En materia de «des-dotación» de la pérdida por deterioro (reversión de la provisión), la normativa exige, en el marco de acuerdos de refinanciación (al margen del concurso), (i) certeza sobre el cumplimiento del deudor, conforme al nuevo calendario de pagos, o (ii) aportación de nuevas garantías. El deudor debe pagar, en todo caso, los intereses ordinarios pendientes (no los de demora). En el escenario del convenio concursal, la normativa exige para poder «des-dotar»: (i) que el deudor haya pagado una cuarta parte de la deuda refinanciada (es decir, tras la aplicación de las quitas) o (ii) que hayan transcurrido dos años desde la aprobación del convenio, sin que haya habido incumplimiento. Ésta es la principal diferencia. (4) Finalmente, salvo que los acreedores cuenten con garantía suficiente (u otra prueba sobre la expectativa de recuperación del crédito), la apertura de la fase de liquidación supone provisionar la totalidad del crédito («riesgo fallido»).

ahora aplicables al convenio, cuyas mayorías son incluso menores). A ello hay que sumar las deficiencias que todavía presentan los acuerdos de refinanciación frente al concurso –en particular, las dificultades para refinanciar el crédito público y la ausencia de protección del deudor en materia contractual⁹⁰⁸–.

Por ello, aunque es una cuestión empírica, el convenio no será necesariamente una alternativa residual para solucionar la situación de insolvencia; especialmente cuando el perímetro de la refinanciación no se restrinja a los créditos financieros y estos acreedores exijan el mismo sacrificio a la Administración y a los proveedores (o ante la cuantía, dispersión y atomización de estos).

Ahora bien, cuando la causa de la frustración del acuerdo de refinanciación sea el conflicto de interés entre socios y acreedores, el deudor difícilmente recabará, por lo general, el apoyo necesario para aprobar su propuesta de convenio. En estos casos, el concurso de acreedores podrá lugar a un cambio de control si el valor de la empresa es inferior a la deuda. Cuestión distinta es que la solución del convenio de continuidad patrocinado por el deudor se deba a la incertidumbre que pueda deparar la liquidación (*e.g.* disponibilidad y coste de financiación post-concursal), la confianza de los acreedores en el órgano de administración y el resto del equipo directivo, la existencia de socios estratégicos, el desconocimiento del sector, o que, simplemente, sea el fruto del buen hacer del deudor y los socios en las negociaciones.

⁹⁰⁸ *Vid. Supra* VI.4.3.

VII. Supresión del deber de solicitar la declaración de concurso

1. El concurso como la solución judicial por defecto para tratar la insolvencia empresarial

Los procedimientos concursales son la principal manifestación del derecho de la insolvencia. En derecho español, el concurso de acreedores también constituye el cauce imperativo para solucionar las situaciones de insolvencia empresarial. Sin embargo, el procedimiento concursal no es más que un mecanismo que el legislador pone a disposición de las partes para abordar el problema de la insolvencia. Se trata de la alternativa por defecto ante el fracaso del resto de mecanismos contractuales, bien por la presencia de costes de transacción entre los acreedores (conflicto de interés «horizontal», causado por un problema de acción colectiva) o entre los socios y los acreedores (conflicto de interés «vertical» y eventual problema de agencia).

Es de cabal importancia que las normas del procedimiento concursal sean imperativas para que las partes puedan ajustar sus expectativas y determinar su poder de negociación *ex ante*⁹⁰⁹. Pero esta nota de la imperatividad de las normas no exige necesariamente que la solución judicial a la insolvencia (el concurso) sea asimismo la alternativa debida⁹¹⁰. Los mecanismos que la Ley Concursal pone a disposición de los acreedores para procurar el mantenimiento de la empresa, como unidad económica en funcionamiento y en beneficio del común, pueden ser suplidos por otros pactados entre los propios acreedores si lo permiten el tipo de deuda y su concentración en manos de acreedores profesionales. Por ejemplo, las partes pueden ponerse de acuerdo para negociar un acuerdo de refinanciación en unas condiciones similares en buena parte a las del concurso (como ocurre con los «*standstill*»). También pueden preverse mecanismos contractuales *ex ante* que reduzcan los problemas de coordinación ante una situación de insolvencia sobrevenida (el ejemplo

⁹⁰⁹ Kraakman, R. *et al*, *The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach*, *op. cit.*, páginas 122-123. «*In other words, standardization through bankruptcy law is likely to make it easier for parties to determine the background against which they are negotiating. Moreover, mandatory rules prevent parties from agreeing on bankruptcy procedures that benefit them at the expense of non-adjusting creditors*».

⁹¹⁰ En contra, Tirado, I. «Reflexiones sobre el concepto de “interés concursal”. (Ideas para la construcción de una teoría sobre la finalidad del concurso de acreedores)», *op. cit.*, páginas 1059 a 1061, 1064 y 1104.

paradigmático es el de los contratos de financiación sindicada⁹¹¹). Desde esta perspectiva, los derechos arancelarios de la administración concursal serían parte del coste que deberían soportar el deudor y los acreedores por no haber sido capaces de alcanzar un acuerdo al margen del concurso.

En definitiva, no cabe duda de que el concurso de acreedores es un procedimiento de singular importancia porque facilita la refinanciación o la transmisión de empresas económicamente viables como unidad económica en funcionamiento en beneficio de los acreedores⁹¹². Sin embargo, las circunstancias de cada caso concreto pueden llevar a que el procedimiento concursal no sea la mejor alternativa para solucionar la situación de insolvencia.

2. Deber de solicitar el concurso, presunción de culpabilidad y continuidad de la actividad empresarial

El deber de solicitar la declaración de concurso y las consecuencias que se pueden anudar a su incumplimiento (art. 165.1.1º LC)⁹¹³ generan, en primer lugar,

⁹¹¹ Sería el caso de una sociedad con un objeto social delimitado a la consecución de un determinado proyecto empresarial («*special purpose vehicle*») que ha obtenido financiación ajena concedida por un sindicato de acreedores («*project finance*»). En este caso, las propias normas del acuerdo de sindicación contenidas en el contrato de préstamo o apertura de crédito sindicado establecen un mecanismo de auto-tutela de los acreedores ante situaciones sobrevenidas de insolvencia empresarial. El sometimiento al régimen de mayorías pactado en el contrato de sociedad interna reduce los costes de transacción que soportarían los acreedores sindicados en caso de que iniciaran acciones individuales tendentes, desde luego, a la satisfacción de su crédito parciario, pero que, no obstante, podrían suponer un riesgo para la solvencia del deudor y la continuidad de su actividad empresarial, en detrimento de la recuperación del crédito sindicado en términos globales. Asimismo, el concurso de acreedores no es la solución óptima cuando todos los bienes y derechos del deudor se hallan afectos a créditos con garantía real. Este supuesto debería asimilarse al de la conclusión del concurso por insuficiencia de bienes y derechos para pagar los créditos contra la masa (arts. 176.1.3º y 176 bis LC).

⁹¹² Vid. *Infra* VI.4.

⁹¹³ De conformidad con la última doctrina jurisprudencial de la sala primera del Tribunal Supremo, esta presunción no se refiere únicamente a la imputabilidad subjetiva de la responsabilidad, sino, también, a la relación de causalidad (e imputación objetiva) entre la solicitud tardía y la generación o agravación de la insolvencia del deudor. Véase, en este sentido, la sentencia de 1.IV.2014, de la sala primera del Tribunal Supremo (RJ 2014, 2159; ponente: Rafael Sarazá), en cuyo fundamento de derecho quinto se sostiene que: «esta sala ha declarado (sentencias núm. 614/2011, de 17 de noviembre (RJ 2012, 3368), 994/2011, de 16 de enero de 2012, y 501/2012, de 16 de julio (RJ 2012, 9330)), que el artículo 165 de la Ley Concursal no contiene un tercer criterio respecto de los dos del artículo 164, apartados 1 y 2, sino que es una norma complementaria de la del artículo 164.1. Contiene efectivamente una concreción de lo que puede constituir una conducta gravemente culpable con incidencia causal en la generación o agravación de la insolvencia, y establece una presunción "iuris tantum" en caso de concurrencia de la conducta descrita, el incumplimiento del deber legal de solicitar el concurso, que se extiende tanto al dolo o culpa grave como a su incidencia causal en la insolvencia (sentencias de esta sala núm. 259/2012, de 20 de abril (RJ 2012, 5910), 255/2012, de 26 de abril, 298/2012, de 21 de mayo, 614/2011, de 17 de noviembre y 459/2012 de 19 julio (RJ 2012, 9000))».

inconsistencias sistemáticas con los objetivos a los que atiende la Ley Concursal. No son inhabituales las sentencias que condenan a las personas afectadas por la calificación al pago de las deudas generadas desde el incumplimiento del deber de la solicitud de concurso, «*al continuar la sociedad actuando en el tráfico mercantil contrayendo nuevas obligaciones cuando ya no podía cumplirlas regularmente*»⁹¹⁴. Así, el «elemento adicional» en sede de imputación causal que exigiría la tesis que promueve la naturaleza sancionadora de la responsabilidad concursal (ya superada⁹¹⁵) sería la deuda generada durante el retraso en la solicitud, por cuanto los administradores no tenían derecho a seguir contratando, debido a la situación de insolvencia del deudor⁹¹⁶. Desde la perspectiva de la tesis de la naturaleza resarcitoria, de calificarse el concurso como culpable sobre la base de la presunción del artículo 165.1.1º de la Ley Concursal, las deudas generadas e impagadas desde el acaecimiento de la situación de insolvencia sería la medida en la que los administradores habrían agravado la insolvencia.

Sin embargo, el mantenimiento de la actividad empresarial se establece en interés de la función solutoria del concurso, bajo la asunción de que la insolvencia deriva de un problema de «*financial distress*» (Vid. *Supra* I.1.2). En efecto, la continuidad de la actividad empresarial constituye la regla general en el marco del concurso (arts. 43.1

⁹¹⁴ Sentencia de la sala primera del Tribunal Supremo de 7.V.2015 (JUR 2015, 146863; ponente: Rafael Sarazá). Asimismo sentencia de la Audiencia Provincial de Barcelona (sección 15ª), de 1.X.2014 (JUR 2014, 283387; ponente: José María Ribelles), en cuyo fundamento de derecho cuarto se establece que «*cuando la causa que ha determinado la calificación culpable del concurso ha sido la demora en la solicitud, hemos venido afirmando de forma reiterada que la justificación añadida puede consistir en el hecho de que los administradores hayan decidido seguir contratando por cuenta de la sociedad, cuando ya no tenían derecho a hacerlo porque debían haber instado el concurso, de forma que ello permite imputarles la deuda generada tras la concurrencia de la causa de culpabilidad*». Sin embargo, el fundamento de derecho quinto de la sentencia de la Audiencia Provincial de Barcelona (sección 15ª), de 29.IV.2016 (JUR 2016, 143385; ponente: Juan Francisco Garnica) –caso *Spanair*– indica que: «*no nos parece razonable que se pueda imputar a los administradores dolo o culpa grave por haber seguido operando en el mercado (...). Entendemos que la mejor protección de los derechos de la masa, contemplada desde la perspectiva de aquel momento, era intentar dar continuidad a la compañía mientras la viabilidad pudiera presentarse como posible. Y desde esa perspectiva, creemos que no resultaba razonable dejar de operar, esto es, dejar de vender billetes, porque esa actuación sin duda hubiera disipado o disminuido sensiblemente las posibilidades de llegar a cualquier acuerdo con un socio industrial, que era la opción que el órgano de administración estaba intentando sacar adelante*».

⁹¹⁵ Vid. *Supra* III.8.2.

⁹¹⁶ Véase la sentencia de la sección 15ª de la Audiencia Provincial de Barcelona de 22.X.2014 (JUR 2014, 283141; ponente José María Ribelles), en cuyo fundamento de derecho cuarto se sostiene que: «*cuando la causa que ha determinado la calificación culpable del concurso ha sido la demora en la solicitud, hemos venido afirmando de forma reiterada que la justificación añadida puede consistir en el hecho de que los administradores hayan decidido seguir contratando por cuenta de la sociedad cuando ya no tenían derecho a hacerlo porque debían haber instado el concurso, de forma que ello permite imputarles la deuda generada tras la concurrencia de la causa de culpabilidad*».

y 44.1 LC)⁹¹⁷, sin perjuicio de la intervención o suspensión del deudor en las facultades de administración y disposición sobre su patrimonio (art. 40.1 LC)⁹¹⁸, y de la necesaria autorización judicial respecto de actos de disposición que no sean inherentes a la continuación de la actividad empresarial del deudor (art. 43.2 LC). Por tanto, la «ilegitimidad» en la continuidad de la actividad empresarial de la sociedad insolvente al margen del concurso adolece de cierta incoherencia sistemática. Desde una perspectiva de gobierno corporativo, además, el interés social debe ser el mismo en el seno o al margen del concurso de acreedores: maximizar el valor empresarial de forma sostenida a medio y largo plazo. Es cierto que la declaración de concurso permite controlar que la continuidad de la actividad empresarial se lleve a cabo en favor del interés común de los acreedores⁹¹⁹. Sin embargo, los acreedores disponen de los mecanismos de «*creditor governance*»⁹²⁰ y de la propia legitimación para solicitar la declaración de concurso necesario⁹²¹ para acudir al concurso como alternativa residual para abordar el problema del gobierno corporativo de la empresa en crisis (no es necesario que se imponga el concurso como solución imperativa, acaso contra la voluntad de los propios acreedores).

⁹¹⁷ Tampoco tiene fácil justificación que se imponga el deber de disolver la sociedad ante una situación de pérdidas graves que reduzcan el patrimonio neto a una cifra inferior a la mitad del capital social, en tanto que el concurso establezca como regla general la continuidad de la actividad empresarial (arts. 363 y ss. LSC, y 44 LC). En el mismo sentido, Garrido, J.M^a. «Capital social y reglas de insolvencia», *op. cit.*, página 548 (nota a pie 65).

⁹¹⁸ Sin embargo, cabe el otorgamiento de una autorización general respecto a los actos u operaciones propios del giro o tráfico del deudor (art. 44.2.I. LC). Además, el deudor está facultado para llevar a cabo dichos actos u operaciones hasta la aceptación del cargo por parte de los administradores concursales (art. 44.2.II LC).

⁹¹⁹ Véase la sentencia de la Audiencia Provincial de Barcelona (sección 15^a), de 5.II.2014 (AC 2014, 780; ponente: Luis Garrido), en cuyo fundamento de derecho decimoquinto se indica que «*el enunciado genérico del art. 164.1 es una conducta idónea para generar o agravar la insolvencia y puede ser integrado, en términos de causalidad lógica, por lo menos, con la conducta que describe el apartado 1º del art. 165, pues el retraso en la solicitud de concurso es susceptible de incrementar un endeudamiento y, con ello, un agravamiento de la insolvencia, que podría haberse evitado si el concurso hubiera sido solicitado oportunamente, en atención a los controles y soluciones de viabilidad que proporciona la declaración de concurso y el sometimiento a un órgano de fiscalización o que asume las facultades de administración y disposición del deudor*».

⁹²⁰ *Vid. Supra* V.4.

⁹²¹ Sin duda, los pactos mediante los cuales se renuncia a la facultad de solicitar la declaración de concurso no afectan a la legitimación, sin perjuicio de poder generar, en su caso, un crédito resarcitorio por daños y perjuicios (lo cual es también discutible mientras se mantenga el deber cuya supresión se propone *ex art.* 1255 CC).

3. Deber de solicitar el concurso y promoción de soluciones alternativas a la insolvencia empresarial

La Ley Concursal es también inconsistente al mantener el deber de solicitar la declaración de concurso voluntario y, simultáneamente, promover los acuerdos de refinanciación y los acuerdos extrajudiciales de pagos como alternativas al concurso (art. 5 bis, 71 bis, 231 y ss., y disp. ad. 4ª LC)⁹²².

El expositivo tercero del preámbulo de la Ley 17/2014, de 30 de septiembre, por la que se adoptan medidas urgentes en materia de refinanciación y reestructuración empresarial (BOE de 1 de octubre), indica al respecto que, *«en la actualidad, la dificultad para alcanzar acuerdos entre deudor y acreedores financieros deriva no tanto de la falta de voluntad de las partes, sino de ciertas rigideces residenciadas principalmente en la normativa concursal y preconcursal. El procedimiento concursal español concluye en un alto número de casos en la liquidación del deudor, de modo que la fase preconcursal resulta verdaderamente determinante para la reestructuración financiera de las empresas. A estos efectos, los acuerdos de refinanciación son los instrumentos más adecuados para el establecimiento de nuevos calendarios de amortización y condiciones financieras más acordes con la situación del mercado y de las empresas, a cambio de quitas, esperas y capitalizaciones de las deudas. Por ello, la presente reforma se centra en la mejora del marco legal preconcursal de los acuerdos de refinanciación, por constituir una de las áreas estratégicamente más relevantes en la medida en que, fruto del consenso entre el deudor y sus acreedores, pretenden la maximización del valor de los activos, evitando el concurso de la entidad, y la reducción o aplazamiento de los pasivos»*.

Es más, las eventuales consecuencias de la declaración (tardía) de concurso necesario en materia de calificación concursal (art. 165.1.1º LC) pueden desincentivar la realización de la comunicación del artículo 5 bis de la Ley Concursal. Aunque ya no

⁹²² Aunque se mantiene formalmente el deber de solicitar la declaración de concurso, las sucesivas reformas de la Ley Concursal promueven la negociación y celebración de acuerdos de refinanciación susceptibles de solucionar la situación de insolvencia inminente o incluso actual como alternativa al propio concurso. El deudor dispone de dos meses desde que conoce o debiera conocer su situación de insolvencia actual para comunicar al juzgado correspondiente el inicio de negociaciones encaminadas a la consecución de un acuerdo de refinanciación o una propuesta anticipada de convenio que pueda poner fin a su situación de insolvencia. El plazo para lograr tal fin es de tres meses, ya que, en caso contrario, el deudor debe solicitar la declaración de concurso durante el mes siguiente. Puede afirmarse, por tanto, que el deber de solicitar la declaración de concurso no es exigible, siempre y cuando el deudor logre refinanciar su pasivo en un plazo no superior a seis meses (arts. 5, 5 bis y 165.1.1º LC).

se exige que el deudor se halle en situación de insolvencia actual para realizar esta comunicación⁹²³, la finalización del periodo de cuatro meses sin que el deudor solicite la declaración de concurso voluntario o sin la celebración de un acuerdo de refinanciación o extrajudicial de pagos es arriesgada. Los acreedores (especialmente los que no ostentan un interés económico realizable y aspiran a que les adquieran su crédito) están sobre aviso para solicitar la declaración de concurso necesario. Puede haber situaciones donde finalice el plazo sin que el deudor haya alcanzado un acuerdo de refinanciación, pero haya logrado remover temporalmente la situación de insolvencia («*standstill*»). Sin embargo, desaparecida la protección del artículo 5 *bis*, el deudor (y la mayoría de acreedores) ven limitada su protección al trámite de oposición a la declaración de concurso necesario, sobre la base de que el deudor no se encuentra en situación de insolvencia actual (arts. 18 y 19 LC)⁹²⁴. Las propias reservas frente a la alternativa concursal pueden desincentivar a que se realice la comunicación del artículo 5 *bis* de la Ley Concursal, ya que comporta, en términos prácticos⁹²⁵, el reconocimiento de la situación de insolvencia (actual o inminente) del deudor, por lo que, para evitar la declaración de concurso necesario, si no remueve la situación de insolvencia en tres meses, se ve abocado a presentar la solicitud durante el mes siguiente.

4. Comportamientos oportunistas asociados al deber de solicitar la declaración de concurso voluntario

Finalmente, el deber de solicitar la declaración de concurso voluntario puede dar lugar a resultados perversos. Resulta paradójico, en el marco de las negociaciones de un acuerdo de refinanciación susceptible de remover la situación de insolvencia, que la solicitud de concurso por parte de un acreedor disidente cuyo interés económico

⁹²³ Hasta la entrada en vigor de la Ley 38/2011, de 10 de octubre, de reforma de la Ley Concursal, el derogado apartado tercero del artículo 5 de la Ley Concursal exigía que el deudor se encontrara en situación de insolvencia actual para realizar dicha comunicación (ahora puede ser situación de insolvencia actual o inminente).

⁹²⁴ Es más, la celebración del «*standstill*» no priva de legitimación para solicitar la declaración de concurso a las partes, sin perjuicio del crédito resarcitorio que pueda exigirse al incumplidor. Sin embargo, la reiteración de actores en los procesos de refinanciación hace que este riesgo sea menor por los riesgos reputacionales que supone.

⁹²⁵ Aunque la norma ya no restringe la posibilidad de presentar esta comunicación a los deudores que se hallan en situación de insolvencia actual, la experiencia práctica revela como escasos los supuestos de sociedades en situación de insolvencia inminente que acuden a la misma.

no sea realizable (y que sólo aspira a forzar la adquisición de su crédito) pueda generar riesgo de responsabilidad para los administradores⁹²⁶.

A la inversa, el deudor también puede hacer valer el deber en las negociaciones o, incluso, romperlas para forzar la solución concursal. La estructura de gobierno corporativo del procedimiento concursal actualmente en vigor otorga escasa «voz» a la mayoría soberana de acreedores para imponer la solución del concurso⁹²⁷.

⁹²⁶ Esta situación puede ocurrir una vez superado el plazo de cuatro meses que establece el artículo 5 bis de la Ley Concursal, lo cual, en la práctica, lleva a demorar esta solicitud y, en su defecto, a celebrar pactos de espera y no exigibilidad de los créditos con los acreedores profesionales («*standstill agreements*»). Con todo, en casos de solicitud tardía, donde previamente se había realizado la comunicación del artículo 5 bis de la Ley Concursal, la doctrina judicial sostiene la improcedencia de condenar a las personas afectadas por la calificación al pago del déficit concursal, sin perjuicio del resto de efectos anudados a la calificación del concurso como culpable. Al respecto, véase, por ejemplo, la sentencia de la Audiencia Provincial de Barcelona (sección 15ª) de 19.V.2014 (JUR 2014, 178844; ponente: José María Ribelles), en cuyo fundamento de derecho cuarto se sostiene que: «*frente al retraso estimado por la administración concursal de casi ocho meses, solo aceptamos una demora que no llega a los cinco meses. Además, en ese intervalo de tiempo se tramitó una comunicación del artículo 5.3 de la Ley Concursal, que no consta se utilizara de forma abusiva. La comunicación fue extemporánea por sólo 28 días, circunstancia que si bien impide al deudor beneficiarse del plazo de cuatro meses previsto en dicho precepto no podemos desconocer en este ámbito de la responsabilidad concursal, en el que es preciso analizar los elementos objetivos y subjetivos que concurren en el comportamiento del administrador. El pasivo total generado durante el retraso (490.698,83 euros) es inferior al indicado por la administración concursal (770.231,63 euros). Aquella suma, por otro lado, apenas representa el 11% del total pasivo concursal. Cabe colegir, además, que ese pasivo, en su mayor parte, también se hubiera generado de haberse solicitado el concurso en tiempo, como resulta de la evolución de los créditos recogida en el listado de acreedores que se acompaña a la demanda*». Véase también la sentencia de la Audiencia Provincial de Barcelona (sección 15ª) de 23.IV.2015 (JUR 2015, 137951; ponente: Juan Francisco Garnica). En el fundamento de derecho tercero el tribunal entiende que hay base fáctica para destruir la presunción del artículo 165.1.1º de la Ley Concursal, ya que, a pesar del retraso, el administrador trató de evitar legítimamente el concurso, reduciendo pasivo y tratando de alcanzar un acuerdo de refinanciación que finalmente no se logró. «*En nuestro caso, y en relación con el juicio de inferencia sobre el dolo o culpa grave, estimamos que los hechos que la propia resolución recurrida ha estimado acreditados, y que más arriba hemos referido, tienen virtualidad más que suficiente para excluir el juicio de inferencia presumido, esto es, para enervar la presunción de dolo o culpa grave. Esos hechos revelan que la demora en la solicitud del concurso, que no se cuestiona que existió, no fue consecuencia de la simple inacción por parte del administrador sino que obedecía a una finalidad bien legítima y concreta, evitar la entrada en concurso. Y la evitación del concurso se trataba de una posibilidad que se podía representar como razonable e incluso más favorable para la concursada y para sus acreedores que la solución concursal, alternativa que se frustró finalmente como consecuencia de la voluntad de un tercero (Caixa Sabadell). Por tanto, no creemos que, aunque el administrador incumpliera lo prescrito en el artículo 5 LC, exista en su conducta ni siquiera un atisbo de dolo o culpa grave. Ello determina que tampoco podamos tomar en consideración esta causa, lo que determina que debemos considerar fortuito el concurso*».

⁹²⁷ Vid. *Infra* VI.2.7.

5. Tutela de la minoría a través de la legitimación para solicitar la declaración de concurso necesario

La supresión del deber de solicitar la declaración de concurso no es perjudicial para la tutela de la minoría disidente, pues se mantendría la legitimación para la solicitud de concurso necesario en todo caso (*Vid. Infra VIII.2.2*).

En definitiva, en lugar de imponer el deber de solicitar la declaración de concurso, se propone conceptualizar el procedimiento concursal como una alternativa a disposición de los «*stakeholders*» para solucionar los problemas a los que puede dar lugar la insolvencia. El concurso de acreedores sería, entonces, un mecanismo a disposición del deudor y/o de los acreedores (i) cuando no sea posible solucionar el problema de acción colectiva mediante un acuerdo de refinanciación –por ejemplo, por la cuantía, atomización y dispersión del pasivo comercial–; (ii) ante el riesgo de expropiación de los acreedores con menor poder de negociación –o incluso de los socios minoritarios, si tienen un interés económico realizable–; (iii) frente a la virulencia del problema de agencia asociado al conflicto de interés entre socios y acreedores, de modo que el procedimiento concursal facilite el cambio en el gobierno corporativo y eventual proceso de toma de control de la empresa en crisis; o (iv) para acudir a determinados mecanismos que únicamente contempla el concurso –reintegración de actos o negocios jurídicos celebrados con personas especialmente relacionadas sin que concurra *scientia fraudis*; resolución de contratos en interés del concurso (incumplimiento eficiente); rehabilitación de contratos; nulidad de cláusulas de resolución por la sola declaración de concurso en el marco de contratos con obligaciones recíprocas y sinalagmáticas pendientes de cumplimiento por ambas partes, etc.–. Por todo ello, la eficiencia y eficacia del derecho de la insolvencia no ha de medirse por el número de sociedades insolventes que son declaradas en concurso⁹²⁸ ni mucho menos por el número de concursos donde se aprueba un convenio, sino por la facilitación del marco legal (acaso mediante el establecimiento de incentivos adecuados) con relación a la solución de los dos conflictos de interés que se pueden plantear en situaciones de insolvencia (el «horizontal» entre los acreedores y el «vertical» con los socios).

⁹²⁸ Gurrea, A. «El ineficiente diseño de la legislación concursal española: Una propuesta de reforma a partir de la experiencia comparada y de un análisis económico del Derecho concursal, *op. cit.*, *passim*».

VIII. Disidencia y riesgo expropiatorio. Equilibrio entre la tutela de la minoría y el respeto a la solución mayoritaria

Como toda solución a un problema de acción colectiva, existe un difícil equilibrio entre la promoción del interés común y la tutela de los minoritarios. En el derecho de la insolvencia, el principal problema que afecta a los acreedores minoritarios (o a los socios) es la imposición de soluciones convencionales (acuerdo de refinanciación, acuerdo extrajudicial de pagos o convenio) que puedan resultar sub-óptimas (o incluso expropiatorias) en comparación con la recuperación que obtendrían en un escenario liquidación concursal.

1. Soluciones al problema de «squeeze out». Propuestas de *lege ferenda*

1.1. *Las soluciones en el marco normativo actual (I). La responsabilidad «externa» de los administradores*

Una vía a disposición de los acreedores con menor poder de negociación es la acción individual de responsabilidad. Sin embargo, la proliferación del régimen de responsabilidad de administradores puede ser contraproducente desde una perspectiva de gobierno corporativo⁹²⁹.

1.2. *Las soluciones en el marco normativo actual (II). Legitimación para solicitar la declaración de concurso necesario. Pros y contras*

En el marco extrajudicial, el remedio idóneo para tutelar a los acreedores con menor poder de negociación es la legitimación para solicitar la declaración de concurso necesario. En efecto, en lugar de acudir a la responsabilidad «externa» de los administradores, lo procedente es solicitar la declaración de concurso necesario. Con ello se evita que se realicen pagos contrarios a las normas imperativas de prelación de pagos e, incluso, bajo circunstancias excepcionales, la reintegración de los pagos

⁹²⁹ Vid. *Supra* III.6.7.

realizados en situaciones de insolvencia antes de la declaración de concurso que vulneren la *par condicio creditorum*⁹³⁰.

El concurso de acreedores está regido (al menos en la fase de liquidación) por unas reglas imperativas de prelación de pagos, que operan conforme al principio de la *par condicio creditorum*. Este procedimiento somete a supervisión judicial la solución que se alcance para remover la situación de insolvencia. Todo acreedor está legitimado para solicitar la declaración de concurso necesario, para lo cual debe acreditar la incapacidad del deudor para atender sus obligaciones exigibles de forma regular con base en los hechos reveladores de la insolvencia, sin que la prueba testifical baste para ello (arts. 2, 3, 7, 13 y 15 LC).

Sin embargo, este remedio también se puede utilizar de forma perversa. Los acreedores que carecen de un interés económico realizable pueden «amenazar» (a la mayoría de los acreedores y a los administradores) con la solicitud de declaración de concurso para lograr un pago superior al esperado mediante la cesión de su crédito⁹³¹. Este problema se ha resuelto, en parte, privando de legitimación a los cesionarios de créditos por actos *inter vivos* y a título singular, una vez vencido el crédito y dentro de los seis meses anteriores a la presentación de la solicitud (art. 3.2 LC). Además, el deudor debería poder oponerse a la declaración de concurso necesario sin necesidad de pagar, pues el solicitante tiene expedita la vía para acudir a un procedimiento ejecutivo (arts. 18.2 y 19.4 LC). El tercer nivel de protección es la suspensión en la tramitación de las solicitudes de concurso necesario tras la comunicación del artículo 5 bis de la Ley Concursal (art. 15.3 LC)⁹³². Un cuarto nivel de protección es el de la

⁹³⁰ Vid. Infra VIII.1.3. Como establecen las sentencias del Tribunal Supremo (sala primera) de 24.VII.2007 (RJ 2007, 4707; ponente: Juan Antonio Xiol) y 26.X.2012 (RJ 2012, 10415; ponente: Ignacio Sancho): «*el deudor, en tanto no resulte constreñido por un proceso ejecutivo o concursal para la ordenada concurrencia de los créditos (el cual puede determinar la rescisión de los actos perjudiciales para la masa activa), tiene libertad para realizar sus bienes y atender a los créditos que le afecten sin atender a criterios de igualdad o preferencia, como se infiere de que el artículo 1292 del Código Civil únicamente considera los pagos hechos en situación de insolvencia por cuenta de obligaciones a cuyo pago no podía ser compelido el deudor en el tiempo de hacerlos, pero no los que reúnen esta condición, en virtud del principio qui suum recepit nullum videre fraudem facere (quien cobra lo que es suyo no defrauda)*».

⁹³¹ El lector recordará también, por otra parte, los problemas que surgían en la práctica con los cesionarios de deuda en la práctica, que no reunían la condición de «entidad financiera» y que, por tanto, no podían ser «homologados». No era inhabitual la estrategia de pretender un «trato singular», bajo la amenaza de solicitar la declaración de concurso, poniendo en riesgo la conclusión de la solución convencional y extrajudicial a la insolvencia. Este problema se advirtió y solucionó con la modificación del ámbito de aplicación subjetiva de la disposición adicional cuarta de la Ley Concursal, que ahora se refiere a los acreedores titulares de «pasivos financieros».

⁹³² Con todo, no siempre se acude a realizar esta comunicación ante el temor de que no se logre solucionar la situación de insolvencia en cuatro meses. Vid. *Supra* VII.3.

sección 303(b)(1) del *U.S. Bankruptcy Code*, que establece como requisito para la solicitud de concurso necesario («*involuntary case*») que la presenten al menos tres acreedores titulares de créditos no contingentes, cuya cuantía exceda en más de 10.000 dólares del valor de las garantías reales constituidas sobre el patrimonio del deudor⁹³³. Es decir, se exige la acreditación presuntiva de que el «acreedor minoritario» no persigue un interés espurio con la solicitud de concurso.

1.3. *Las soluciones en el marco normativo actual (III). Las acciones rescisorias por fraude o por perjuicio*

1.3.1. Derecho español

El tercer mecanismo de tutela de la minoría son las acciones rescisorias por fraude o perjuicio. Las primeras (la acción pauliana *ex arts. 1111 y 1291 y ss. CC*) se pueden ejercitar al margen y en el seno del concurso de acreedores (art. 71.6 LC). Estas acciones son subsidiarias frente a otros remedios a disposición del acreedor (arts. 1111 y 1294 CC). Exigen, además, la acreditación de la intención fraudulenta, si bien, la doctrina jurisprudencial de la sala primera del Tribunal Supremo ha establecido que no es necesario el *animus nocendi* (propósito de dañar y perjudicar), sino que es suficiente con la *sciencia fraudis* (conciencia o conocimiento de que se origina un perjuicio)⁹³⁴. Con la excepción de los pagos de créditos inexigibles (art. 1292 CC –presunción *iuris et de iure*–), las presunciones *iuris tantum* se limitan a los actos y negocios jurídicos realizados a título gratuito (art. 1297.I CC) y a los realizados por personas contra las que se haya dictado sentencia condenatoria u expedido mandamiento de embargo (art. 1297.II CC). El plazo de caducidad para el ejercicio de la acción es de cuatro años (art. 1299.I CC). Los acreedores que pueden ejercitar esta acción son aquellos que ya hubieran contratado con la sociedad cuando se produjo el acto o negocio jurídico objeto de impugnación. Esta restricción no es aplicable a la

⁹³³ Evidentemente, si todos los activos del deudor se hallan gravados con garantías reales, el concurso no puede ofrecer solución alguna como mecanismo para paliar un problema de acción colectiva (cfr. arts. 176.1.3º y 176 bis LC).

⁹³⁴ Véase las sentencias de 25.III.2009 (RJ 2009, 1662; ponente: José Almagro) y 25.VI.2010 (RJ 2010, 5413; ponente: Jesús Corbal). El *consilium fraudis* puede por tanto concurrir por el resultado perjudicial que el deudor conociera o debiera haber conocido conforme al deber de diligencia que le era exigible.

acción de reintegración concursal que, a diferencia de la pauliana, conlleva la ineficacia total y absoluta del acto o negocio jurídico impugnado⁹³⁵.

La acción de reintegración concursal es más laxa en cuanto a sus requisitos. Además de establecer un elenco generoso de presunciones *iuris et de iure* (art. 71.2 LC) e *iuris tantum* de perjuicio causado a la masa activa (art. 71.3 LC), no se exige la acreditación de la intención fraudulenta (art. 71.1 CC), sin perjuicio de que la acreditación de la mala fe (estado de conocimiento del perjuicio causado a la masa activa) es relevante en cuanto a los efectos de la estimación de la acción (arts. 73 y 92.6º LC) o de cara a la apertura de la sección de calificación (art. 164.2.5º LC)⁹³⁶.

⁹³⁵ Véase la sentencia del Tribunal Supremo (Sala 1ª) de 21.XI.2016 (núm. 682/2016; ponente: Ignacio Sancho), en cuyo fundamento de derecho primero recuerda que, atendiendo a su carácter personal, la ineficacia en el caso de la pauliana es sólo respecto del acreedor que acciona y en la medida del perjuicio que ha sufrido.

⁹³⁶ La mala fe del artículo 73.3 se ha equiparado jurisprudencialmente al fraude (*sciencia fraudis*) del artículo 164.2.5º de la Ley Concursal. Véase las sentencias del Tribunal Supremo (sala primera), de 10.IV.2015 (RJ 2015, 1517; ponente: Sebastián Sastre) y 27.III.2014 (RJ 2014, 2147; ponente: Rafael Sarazá). La mala fe exige (i) un aspecto subjetivo: la conciencia (real o debida) de que se afecta negativamente a los demás acreedores (algo más que el mero conocimiento de la situación de insolvencia o proximidad a la insolvencia del deudor, así como de los efectos perjudiciales que la transmisión podía ocasionar a los acreedores); y (ii) un aspecto objetivo: que la conducta del deudor sea merecedora de la repulsa ética en el tráfico jurídico (entre otras, STS -1ª- de 16.IX.2010; RJ 2010, 5597; ponente: Jesús Corbal y 7.XII.2012; RJ 2013, 913; ponente: Ignacio Sancho). Cuando la sentencia de reintegración no haya estimado la existencia de mala fe, la de calificación no puede fundamentar la calificación del concurso como culpable sobre la base de la enajenación fraudulenta de bienes: sentencia del Tribunal Supremo (sala primera), de 22.IV.2016 (RJ 2016, 2409; ponente: Pedro José Vela). Por otra parte, la apreciación de mala fe (*sciencia fraudis*) en la parte *in bonis* y el hecho de la salida fraudulenta de bienes o derechos lleva a la calificación del concurso como culpable puede llevar a la declaración de complicidad de aquélla, con la correspondiente obligación indemnizatoria frente a la masa ex artículo 166 de la Ley Concursal. Véase la sentencia del Tribunal Supremo (sala primera), de 27.I.2016 (RJ 2016, 25; ponente: Pedro José Vela), que admite, además, que la complicidad pueda traer causa de hechos posteriores a la declaración de concurso.

La adopción de la conocida como «tesis amplia de perjuicio»⁹³⁷ permite la reintegrabilidad, bajo circunstancias excepcionales⁹³⁸, de pagos realizados durante los dos años anteriores a la declaración de concurso, sin que se exija la acreditación de que el pago preferencial proporciona un mayor retorno del que cabría esperar recuperar en caso de liquidación⁹³⁹. Aunque la doctrina jurisprudencial ha limitado la reintegrabilidad de pagos de créditos líquidos, vencidos y exigibles (que exceden del curso ordinario de los negocios *ex art. 71.5 LC*) a los supuestos de insolvencia actual⁹⁴⁰, el periodo de retroacción sigue siendo el mismo para las personas especialmente relacionadas y el resto de acreedores (dos años). Así, la acción de reintegración es un remedio que abarca, por un lado, los actos y negocios jurídicos perjudiciales para la masa activa y, por otro, los pagos preferenciales en situaciones de insolvencia, siendo el plazo de caducidad de la acción común a ambos remedios. El plazo de dos años para ejercitar la acción de reintegración se computa desde la declaración de concurso, en lugar de la solicitud, lo que puede dar lugar a comportamientos oportunistas; particularmente si se acude para este fin a instituciones como la comunicación del artículo 5 *bis* de la Ley Concursal.

A diferencia de otros ordenamientos jurídicos (señaladamente el estadounidense y el inglés), no es preciso que el acto o negocio jurídico impugnado se realizara cuando el deudor se encontraba en situación de insolvencia o que deviniera insolvente como

⁹³⁷ Entre otras, véase, al respecto, las sentencias del Tribunal Supremo (sala primera) de 12.IV.2012 (RJ 2012, 5900; ponente Rafael Gimeno-Bayón) y 8.XI.2012 (RJ 2013, 901; ponente Rafael Gimeno-Bayón). Frente a ello, un autorizado sector doctrinal ha venido sosteniendo la conveniencia de ceñir el perjuicio al que tiene lugar de forma objetiva en la masa activa (por todos, García-Cruces, J.A., entre otros lugares, «Presupuestos y finalidad de la acción de reintegración en el concurso de acreedores», en la obra colectiva dirigida por el mismo autor *La reintegración en el concurso de acreedores*, Cizur Menor, Aranzadi, 2009, páginas 44 a 58).

⁹³⁸ Véase, por todas, las sentencias del Tribunal Supremo (sala primera) de 26.X.2012 (RJ 2012, 10415; ponente: Ignacio Sancho) y 10.VII.2013 (RJ 2013, 4998; ponente: Rafael Sarazá). «*En principio, un pago debido realizado en el periodo sospechoso de los dos años previos a la declaración de concurso, siempre que esté vencido y sea exigible, por regla general goza de justificación y no constituye un perjuicio para la masa activa. Sin embargo, ello no excluye que puedan concurrir circunstancias excepcionales (como es la situación de insolvencia al momento de hacerse efectivo el pago, la proximidad con la solicitud y declaración de concurso, la naturaleza del crédito, la condición de su acreedor), que pueden privar de justificación a algunos pagos en la medida en que suponen una vulneración de la “par condicio creditorum” (igual condición de los acreedores)*».

⁹³⁹ Como ha confirmado el Tribunal Supremo, los efectos señalados por el artículo 73.3 de la Ley Concursal se restringen a los contratos bilaterales y sinalagmáticos, pero no a los pagos o a los subrogados del cumplimiento. Al respecto, véase la sentencia de la sala primera de 9.IV.2014 (RJ 2014, 2597; ponente: Sebastián Sastre).

⁹⁴⁰ Véase las sentencias de la sala primera del Tribunal Supremo de 10.III.2015 (RJ 2015, 2678; ponente: Ignacio Sancho) y 24.VI.2015 (RJ 2015, 2769; ponente: Sebastián Sastre). Sin embargo, las sentencias de 10.VII.2013 (RJ 2013, 4998; ponente: Rafael Sarazá) y 17.IV.2015 (RJ 2015, 1201; ponente: Sebastián Sastre) parecen extender esta posibilidad a situaciones de insolvencia inminente.

consecuencia del mismo (la relación de causalidad sólo es relevante a los efectos de la complicidad en la sección de calificación *ex art. 166 LC*).

La protección otorgada a favor de ciertos acuerdos de refinanciación (art. 71 *bis* y disp. ad. 4^a LC), cuya justificación no se cuestiona⁹⁴¹, priva a los acreedores con menor poder de negociación de este remedio⁹⁴². La norma general es que los acreedores disponen de legitimación extraordinaria y subsidiaria para ejercitar la acción de reintegración ante la inactividad de ésta durante un plazo de dos meses (arts. 72.1 y 54.4 LC). Sin embargo, en el caso de los acuerdos de refinanciación colectivos e individuales (no homologados), la legitimación para atacar estos contratos sobre la base de la ausencia de alguno de los requisitos necesarios para su blindaje respecto a la acción de reintegración (o para atacarles conforme al resto de acciones de impugnación) corresponde exclusivamente a la administración concursal (art. 72.2 LC), en tanto que, en el caso de los homologados, la protección frente a la acción de reintegración es absoluta (disp. ad 4^a.13 LC)⁹⁴³. En ningún caso puede la administración concursal o el juez entrar a valorar la existencia de sacrificio desproporcionado para la masa activa; lo cual se agrava al desaparecer la exigencia de que un tercero independiente revise el plan de viabilidad⁹⁴⁴.

1.3.2. Derecho estadounidense

En derecho estadounidense, por un lado, la normativa fruto de la evolución de la acción rescisoria en fraude de acreedores ha dado lugar al «*fraudulent conveyance*

⁹⁴¹ Sobre esta cuestión, permítase hacer referencia a Ara, C. «*Are The New Legally Enhanced Workouts that “Fancy”?*», *InDret 3/2014*, páginas 12-23.

⁹⁴² A propósito de los intereses tutelados en la labor jurisdiccional que tiene lugar en el procedimiento de homologación (acreedores disidentes a los que se extiende el acuerdo y los que no podrán acudir al remedio rescisorio en un procedimiento posterior), véase, por todos, Sancho, I. «Homologación, eficacia, impugnación y rescisión de los acuerdos de refinanciación», *op. cit.*, *passim*.

⁹⁴³ Nótese que este apartado hace referencia a las «acciones de rescisión», lo que suscita la duda de si abarca tanto la acción rescisoria de reintegración concursal como la rescisoria por fraude de acreedores (arts. 1111 y 1291.3^o y ss. CC). Respecto al resto de acciones de impugnación, la legitimación corresponde en exclusiva a la administración concursal (arts. 72.2 y disp. ad. 4^a.13 LC).

⁹⁴⁴ En la práctica, los bancos suelen exigir una revisión del plan de negocio por su asesor financiero («*independent business review*»).

or transfer law», que es derecho estatal⁹⁴⁵. Como en derecho español, estas acciones pueden ejercitarse en el seno y al margen del procedimiento concursal⁹⁴⁶ (art. 71.6 LC). Sin embargo, su fundamentación y requisitos difieren.

Dejando a un lado los casos de fraude («*actual fraud*»), cuando no concurre intención fraudulenta («*constructive fraud*»), se exige, como en derecho español, que el deudor no reciba contraprestación suficiente («*reasonably equivalent value*») y, además, (i) prueba sobre la situación de insolvencia actual del deudor en ese momento (acreedores presentes)⁹⁴⁷; o (ii) demostración de la relación de causalidad entre el acto o negocio impugnado y la infra-capitalización o la generación de la insolvencia

⁹⁴⁵ Con relación al «*fraudulent conveyance law*», la norma de referencia es el *Uniform Fraudulent Transfer Act* (UFTA), del año 1984, cuyo inmediato predecesor es el *Uniform Fraudulent Conveyance Act* (UFCA). Sin embargo, todavía hay algunos estados que se siguen rigiendo por esta última norma e incluso otros que se siguen basando en el *common law*. Al respecto, Lipson, J. «*Enron, Asset Securitization and Bankruptcy Reform: Dead or Dormant?*», *11 Journal of Bankruptcy Law & Practice* 101, 111 (2002)».

⁹⁴⁶ Véase la sección 544(b) del U.S. Bankruptcy Code.

⁹⁴⁷ Esta causa de impugnación se limita a los acreedores del deudor en ese momento, pues se entiende que los futuros pudieron detectar la situación de insolvencia del deudor conforme a la diligencia que les es exigible antes de decidir establecer una relación contractual.

del deudor (acreedores presentes y futuros)⁹⁴⁸. En el caso de personas especialmente relacionadas, el requisito de la ausencia de contraprestación suficiente no se exige siempre⁹⁴⁹. Esta solución flexibiliza los requisitos que deben acreditar los acreedores para ejercitar una acción de rescisión por fraude al margen del concurso⁹⁵⁰.

⁹⁴⁸ La norma de referencia en cuanto a «*fraudulent conveyance law*» es el *Uniform Fraudulent Transfer Act* (UFTA), del año 1984, cuyo inmediato predecesor es el *Uniform Fraudulent Conveyance Act* (UFCA). Sin embargo, todavía hay algunos estados que se siguen rigiendo por esta última norma e incluso otros que se siguen basando en el *common law*. Al respecto, Lipson, J. «*Enron, Asset Securitization and Bankruptcy Reform: Dead or Dormant?*», *11 Journal of Bankruptcy Law & Practice* 101, 111 (2002)».

La sección 4 del UFTA abarca los actos o negocios jurídicos rescindibles a instancias de cualquier acreedor (ya fuera su crédito anterior al hecho impugnado o no), para lo que comprende dos tipos de fraude. El primero (sección 4(a)(1)) requiere la acreditación de la intención fraudulenta («*actual fraud*»). La Ley establece una serie de elementos a ponderar para determinar la existencia de intención fraudulenta (sección 4(b)), como los pagos realizados a favor de personas especialmente relacionadas con el deudor («*insiders*»), los hechos en situaciones de insolvencia, la ocultación o la contraprestación recibida. El segundo tipo de fraude (sección 4(a)(2)) es el presunto («*constructive fraud*»). Puede alegarse cuando el deudor no recibe contraprestación suficiente («*reasonably equivalent value*») y, como consecuencia de dicho acto o negocio jurídico, (i) «*was engaged or was about to engage in a business or a transaction for which the remaining assets of the debtor were unreasonably small in relation to the business or transaction*» (infra-capitalización nominal) o (ii) «*intended to incur, or believed, or reasonably should have believed that he or she would incur, debts beyond his or her ability to pay as they became due*» (situación de insolvencia actual) –en derecho español la relación de causalidad se exige a efectos de complicidad (art. 166 LC), pero no para la reintegración (art. 71 LC)–. La acción caduca en estos casos (intención fraudulenta o fraude presunto alegado por acreedores presentes y futuros) a los cuatro años (sección 9 (a) y (b)).

Los acreedores titulares de créditos existentes a la fecha del acto o negocio jurídico cuya rescisión se pretende (pero no los «*futuros*») están facultados para pedir la rescisión (sección 5 (a)) cuando el deudor, *sin recibir contraprestación suficiente* («*reasonably equivalent value*»), «*was insolvent at that time or (...) became insolvent as a result of the transfer or obligation*». El plazo de caducidad es de cuatro años (sección 9 (b)). Los «*acreedores presentes*» también pueden instar la rescisión (sección 5 (b)) cuando, con independencia de la existencia de «*reasonably equivalent value*», el deudor, encontrándose en situación de insolvencia, hace un pago a favor de un «*insider (who) had reasonable cause to believe that the debtor was insolvent*». En este caso, el plazo de caducidad es de un año (sección 9 (c)).

Estas acciones rescisorias de derecho estatal se pueden ejercitar por parte del propio deudor («*debtor-in-possession*»), en el caso del «*Chapter 11*», o por el «*trustee*», en el caso del «*Chapter 7*», en el marco de los procedimientos judiciales de insolvencia (federales). Sin embargo, como es característico de los «*avoiding powers*» del *U.S. Bankruptcy Code*, el ejercicio es únicamente posible cuando todavía hay algún acreedor insatisfecho que hubiera podido tener legitimación para ejercitar la acción conforme a derecho estatal (en algunos casos no tienen legitimación los acreedores posteriores al acto o negocio jurídico en cuestión). Los plazos de caducidad son también los que establece el derecho estatal (véase la sección 544 (b) del *U.S. Bankruptcy Code*).

⁹⁴⁹ Además, en el caso estadounidense, es posible reintegrar pagos realizados por deudores insolventes a favor de personas especialmente relacionadas durante el año anterior a la declaración de concurso, a pesar de que no se cause perjuicio a la masa activa, siempre y cuando el «*insider*» hubiera debido conocer dicha situación de insolvencia (secciones 5(b) del UFTA y 544 (b) del *U.S. Bankruptcy Code*).

⁹⁵⁰ En derecho español, como es sabido, las dos únicas presunciones *iuris tantum* que recoge el artículo 1297 del Código Civil son (i) los actos de disposición y negocios jurídicos gratuitos; y (ii) los realizados o celebrados por personas contra las que se haya dictado sentencia condenatoria en cualquier instancia o expedido mandamiento de embargo de bienes.

Además de las acciones de rescisión por fraude de acreedores, el U.S. *Bankruptcy Code* contempla una acción de reintegración específicamente concursal sometida a derecho federal, cuya justificación trae causa de los supuestos donde el deudor opera en varios estados (sección 548 (a) del U.S. *Bankruptcy Code*)⁹⁵¹. El plazo para el ejercicio de esta acción es de dos años desde la solicitud de la declaración de concurso («*petition*»)⁹⁵². El requisito para el ejercicio de la acción es la acreditación del fraude, bien real («*actual*» -sección 548(a)(1)(A)-)⁹⁵³ o presunto («*constructive*» -sección 548(a)(1)(B)-). Para probar la existencia de fraude presunto (perjuicio causado a la masa activa), hay que acreditar (a) ausencia de contraprestación suficiente («*reasonably equivalent value*»); y (b) situación de insolvencia actual cuando tuvo lugar el acto o negocio jurídico impugnado; o que deviniera insolvente, infra-capitalizado o sobre-endeudado como consecuencia de ello; o, en fin, que la *parte in bonis* fuera un persona especialmente relacionada y el acto o negocio jurídico impugnado excediera del curso ordinario de los negocios.

Por otro lado, la sección 547 del U.S. *Bankruptcy Code* contiene la normativa de «*voidable preferences*» (pagos preferenciales a favor de determinados acreedores – vulneración del principio de la «*par condicio creditorum*»–). Esta acción sólo se puede hacer valer en el concurso, lo que es consistente con la tesis, defendida en este trabajo, de que la acción individual de responsabilidad no debería prosperar en caso de pagos preferenciales realizados por sociedades insolventes (*Vid. Supra* III.6.7), dado que los acreedores disponen de legitimación para solicitar la declaración de concurso y someter estos pagos a las reglas imperativas de prelación. Este remedio adicional a las acciones de rescisión por fraude o perjuicio se revela como necesario, porque, en estos casos, los actos o negocios jurídicos en cuestión no son perjudiciales

⁹⁵¹ En este caso, sin embargo, el plazo de caducidad es de dos años (véase la sección 548 (a) del U.S. *Bankruptcy Code*).

⁹⁵² En el caso de la reintegración de «*trust*» *inter vivos* donde el deudor reúne la condición de «*settlor*» y de beneficiario, el plazo para el ejercicio de la acción («*statute of limitations*») es de diez años (sección 548(e)).

⁹⁵³ Conforme a la sección 548(a)(1)(A): «*The trustee may avoid any transfer (including any transfer to or for the benefit of an insider under an employment contract) of an interest of the debtor in property, or any obligation (including any obligation to or for the benefit of an insider under an employment contract) incurred by the debtor, that was made or incurred on or within 2 years before the date of the filing of the petition, if the debtor voluntarily or involuntarily— made such transfer or incurred such obligation with actual intent to hinder, delay, or defraud any entity to which the debtor was or became, on or after the date that such transfer was made or such obligation was incurred, indebted.*».

para la masa activa⁹⁵⁴. Se exige que el deudor se hallara en situación de insolvencia cuando se realizó el pago (–no es suficiente con que lo sea como consecuencia del pago–) y, además, la acreditación de que la parte *in bonis* percibió una cantidad superior a la que le correspondería en caso de liquidación (*Chapter 7*). Es una suerte de «*best-interests test*»⁹⁵⁵ invertido, pues la finalidad de esta acción es rescindir los pagos realmente preferenciales (cuando el acreedor mejora su situación respecto de lo que cabría obtener en la liquidación de los activos del deudor). Si se prefiere, este requisito adicional sirve para establecer una presunción *iuris et de iure* del elemento intencional de otorgar un trato favorable a unos acreedores en detrimento de otros (dicho elemento tiene sentido en esta acción, mas no en la rescisoria por perjuicio causado a la masa activa, pues ello llevaría a unificar la pauliana y la rescisoria concursal). Se exceptúan de estos actos de «*opt-out behavior*» determinados «*safe harbors*»⁹⁵⁶ (e.g. actos ordinarios de la actividad empresarial del deudor realizados en condiciones normales –sección 547(c)(2)–)⁹⁵⁷. El periodo de retroacción es de noventa días (se presume que el estado de insolvencia del deudor era conocido en ese momento), salvo en el caso de «*insiders*», en cuyo caso es de un año.

⁹⁵⁴ Véase, al respecto, Adler, B., Baird, D. y Jackson, T. *Bankruptcy. Cases, Problems, and Materials*, op. cit., páginas 352 y 353. La única excepción es la posibilidad de reintegración de pagos no perjudiciales realizados a favor de personas especialmente relacionadas por deudores insolventes (secciones 5 (b) del UFTA y 544 (b) del U.S. Bankruptcy Code).

⁹⁵⁵ Vid. *Supra* VI.3.1.2.

⁹⁵⁶ Sección 547 (c). Véase al respecto, Adler, B., Baird, D. y Jackson, T. *Bankruptcy. Cases, Problems, and Materials*, op. cit., páginas 309 a 391. Además, existe una doctrina acuñada judicialmente («*earmarking doctrine*»), conforme a la cual no es reintegrable el préstamo concedido por un acreedor a favor del deudor, si esos fondos son utilizado por el deudor para satisfacer una deuda preexistente («*antecedent debt*»). Véase, por ejemplo, *In re Heitkamp, United States Court of Appeals, Eighth Circuit*, 1998 (137 F.3d 1087).

⁹⁵⁷ El régimen de los «*avoiding powers*» se completa con el denominado «*trustee's strong-arm power*» (ejercitado por el «*debtor-in-possession*» en el caso del «*Chapter 11*»). Esta facultad habilita a ejercitar el derecho que tendría un acreedor ordinario («*hypothetical lien creditor*») o, en el caso de derechos reales, de un comprador («*hypothetical purchaser*»), para no reconocer determinados derechos reales de garantía o de propiedad que no se han perfeccionado (en el sentido de resultar eficaces frente a terceros) al tiempo de la declaración de concurso. Véase la sección 544(a) del *U.S. Bankruptcy Code*. Esta facultad incluye la posibilidad de rescindir preferencias crediticias o garantías reales «*statutory liens*» que el derecho estatal reconoce de forma automática en caso de situación de insolvencia (véase la sección 545 del *U.S. Bankruptcy Code*). En derecho español, estas facultades se llevan a cabo por medio de la elaboración del informe de la administración concursal, donde los privilegios (especial o general) se limitan a los reconocidos por la Ley Concursal, para lo que se requiere su oponibilidad frente a terceros al tiempo de la declaración de concurso (arts. 89.2 y 90.2 LC). Por último, la compensación también puede ser objeto de análisis en caso de cesión de créditos con derecho a compensación contractual o ejercicio de dicha facultad bajo determinadas condiciones durante los noventa días anteriores a la declaración de concurso (véase la sección 543(a) y (b) del *U.S. Bankruptcy Code*).

1.3.3. Derecho inglés

El 1986 *Insolvency Act* del Reino Unido también establece una distinción entre rescisión por perjuicio y por pagos preferenciales. En cuanto a la primera categoría, las denominadas «*transactions at undervalue*» constituyen actos o negocios jurídicos perjudiciales para la masa activa, que pueden ser atacados a través de la sección 238 del *Insolvency Act*. Esta acción presenta similitudes con la acción de reintegración concursal española (art. 71.1 LC): está basada en el perjuicio causado al patrimonio del deudor y el «*reach-back period*» es de dos años⁹⁵⁸. Hay, sin embargo, dos diferencias importantes en cuanto a los presupuestos para el ejercicio de la acción. En primer lugar, no es suficiente con acreditar el perjuicio causado al patrimonio, pues hay que demostrar también (sección 240.2 del *Insolvency Act*): (a) la insolvencia del deudor cuando se celebró el contrato (la sección 123 del *Insolvency Act* contempla un presupuesto objetivo de insolvencia más amplio, pues comprende un «*cash-flow test*» y un «*balance-sheet test*»); o (b) que el deudor devino insolvente como consecuencia de ello. Salvo que concurra alguna presunción conforme a la sección 240.2.II del *Insolvency Act*, la carga de la prueba sobre estos elementos correspondería a quien ejercite la acción rescisoria. En segundo lugar, hay que acreditar que la contraprestación recibida por la sociedad en concurso es significativamente inferior al valor de su prestación (sección 238.4.b del *Insolvency Act*); análisis que debe hacerse desde la perspectiva subjetiva del deudor y teniendo en cuenta la diferencia en términos pecuniarios entre las contraprestaciones (se estima que un 15 por ciento es suficiente a los efectos de la reintegración)⁹⁵⁹. Finalmente, hay también un «*safe harbor*» relativo al curso ordinario de los negocios en la sección 238.5 del *Insolvency Act*, que requiere establecer la buena fe del deudor

⁹⁵⁸ Este plazo se debe computar desde el «*onset of insolvency*», que se hace coincidir de nuevo con la solicitud (no con la declaración), conforme a la sección 240.3(a) del *Insolvency Act*.

⁹⁵⁹ Entre los autores españoles, véase Gurrea, A. «La reintegración de las "*undervalue transactions*" en el derecho inglés», en la obra colectiva *La reintegración de la masa: Congreso de Antequera. IV Congreso Español de derecho de la insolvencia. VII Congreso de derecho mercantil y concursal de Andalucía, 19 a 21 de abril de 2012*, (Beltrán, E. y Sanjuán y Muñoz, E. dirs.), Civitas, Cizur Menor, 2012, páginas 659-671 (especialmente: página 667).

y que el acto o negocio no se aventuraba como significativamente perjudicial para la masa activa cuando se realizó⁹⁶⁰.

En cuanto a la reintegrabilidad de los pagos preferenciales («*voidable preferences*»), la sección 239.4 (b) del *Insolvency Act* exige la acreditación de que la posición del acreedor sea mejor de la que obtendría en caso de que se liquidara la sociedad. El apartado quinto exige, además, la acreditación de que el deudor realizó el pago preferencial con esa intención de beneficiar al acreedor, en comparación con un hipotético escenario de liquidación (el apartado sexto contiene una presunción *iuris tantum* cuando se trata de pagos realizados a favor de personas especialmente relacionadas con el deudor, mientras que el séptimo aclara que los pagos realizados en cumplimiento de una orden judicial no quedan excepcionados). El período sospechoso es de seis meses, salvo que se trate de personas especialmente relacionadas («*connected persons*»), en cuyo caso es de dos años. Nuevamente, la sección 240 del *Insolvency Act* establece como presupuesto para la reintegrabilidad de los pagos preferenciales (a) que el deudor se hallara en situación de insolvencia⁹⁶¹; o (b) que deviniera insolvente (o despatrimonializado *ex* sección 123 del *Insolvency Act*) como consecuencia del pago preferencial.

Las principales diferencias entre el derecho inglés y el español en materia de reintegración de pagos preferenciales son, entonces, (i) el período de retroacción cuando no se trata de personas especialmente relacionadas con el deudor (seis meses); (ii) su posible extensión a casos donde el deudor no fuera insolvente cuando se realizó el pago parcial pero padeciera esta situación como consecuencia del mismo; (iii) la necesaria acreditación del «*best-interests test*» invertido –que el acreedor obtenga un trato favorable de tal forma que recupere más de lo que cabría esperar en caso de que la sociedad se liquidara–; (iv) la prueba del elemento volitivo de preferir efectivamente al acreedor (que se presume en el caso de personas especialmente relacionadas); y (v) la inexistencia de un «*safe harbor*» con relación al curso

⁹⁶⁰ «*The court shall not make an order under this section in respect of a transaction at an undervalue if it is satisfied—*

(a) that the company which entered into the transaction did so in good faith and for the purpose of carrying on its business, and

(b) that at the time it did so there were reasonable grounds for believing that the transaction would benefit the company».

⁹⁶¹ Nuevamente, en este punto hay coincidencia con el derecho español a partir de las sentencias de la sala primera del Tribunal Supremo de 10.III.2015 (RJ 2015, 2678; ponente: Ignacio Sancho) y 24.VI.2015 (RJ 2015, 2769; ponente: Sebastián Sastre). Sin embargo, las sentencias de 10.VII.2013 (RJ 2013, 4998; ponente: Rafael Sarazá) y 17.IV.2015 (RJ 2015, 1201; ponente: Sebastián Sastre) parecen extender esta posibilidad a situaciones de insolvencia inminente.

ordinario de los negocios, que se reserva a las «*transactions at undervalue*» (las defensas pasan por demostrar que no se ocupa una posición favorable respecto a una hipotética liquidación y, en todo caso, que la sociedad no pretendió favorecer a ese acreedor, para lo que, sin embargo, sí se puede traer a colación que era un pago enmarcado en el curso ordinario de los negocios).

En definitiva, se echa en falta en derecho español una acción rescisoria por fraude (real o presunto), ejercitable dentro y fuera del concurso, cuyos requisitos sean acordes al tráfico jurídico actual. Por otro lado, se deberían diferenciar las acciones de reintegración concursales por perjuicio causado a la masa activa y por pagos preferenciales, estableciendo plazos y requisitos distintos para cada una de ellas. El derecho español peca por exceso en cuanto al plazo del ejercicio de la acción de reintegración (común a ambos remedios) y al no exigir el previo estado de insolvencia o la relación de causalidad en el caso de la rescisoria por perjuicio de la masa activa. Sin embargo, peca por defecto (i) al no conceder facultades al juez competente para homologar el acuerdo de refinanciación para analizar la presencia de sacrificio patrimonial injustificado; y (ii) al establecer *como dies a quo* para el cómputo del plazo la declaración del procedimiento concursal.

La minoría disidente no dispone de un remedio adecuado ante comportamientos expropiatorios de la mayoría de control. Con todo, ello repercute a favor de la seguridad jurídica y de la predisposición de dicha mayoría de control para celebrar acuerdos de refinanciación, lo que aconseja llevar a cabo el correspondiente análisis empírico para analizar el efecto de cada una de estas variables.

1.4. *Cuestiones y propuestas de lege ferenda (I). Introducción del test de liquidación («best-interests test») en el convenio y los acuerdos de refinanciación*

Otra forma de proteger a la minoría disidente frente al riesgo de expropiación es el «*best-interests test*» (test de liquidación). Se trata de una carga adicional del deudor que propone un acuerdo de refinanciación, acuerdo extrajudicial de pagos o convenio de acreedores⁹⁶². El proponente de la solución convencional a la insolvencia debe

⁹⁶² La sección 1129(a)(7) del «*Chapter 11*», del *Bankruptcy Code* estadounidense establece, como requisito necesario para la aprobación del convenio («*plan of reorganization*»), la acreditación de que los acreedores obtienen al menos la misma recuperación de su crédito que la que obtendrían en el marco de la fase de liquidación («*Chapter 7*»). Se trata de un remedio individual que se reconoce a los acreedores que han votado en contra de la propuesta que, sin embargo, ha recibido el apoyo mayoritario de los acreedores de la misma clase (*Vid. Supra* VI.3.1.2).

acreditar que la propuesta supone una recuperación superior a la esperada en caso de apertura de la fase de liquidación. Se trataría de adjuntar al plan de pagos y/o al plan de viabilidad (según los casos) un informe acreditando cuál sería la expectativa de recuperación en un escenario de liquidación (bajo las hipótesis de enajenación conjunta del establecimiento mercantil y realización individualizada de los bienes y derechos del deudor). De este modo, la propuesta de soluciones convencionales a la insolvencia superaría el test «absoluto» de la inviabilidad objetiva y el «relativo», en términos de bondad económica, mediante su comparación con la solución óptima a la insolvencia.

La estimación de esta causa de oposición no debería dar lugar a una suerte de «derecho de separación» del acreedor disidente (no cobra lo que obtendría en liquidación, quedando al margen del convenio), sino de una causa de oposición a la aprobación judicial de la solución convencional a la insolvencia. En efecto, la estimación de la oposición basada en el test de liquidación deslegitima la propuesta acordada por la mayoría porque es sub-óptima o incluso expropiatoria. La propuesta será sub-óptima cuando, siendo respetuosa con las normas de prelación crediticia, no maximice la recuperación de los acreedores en comparación con la solución liquidatoria, y expropiatoria cuando, sin ser una solución mejor que la liquidatoria, no sea respetuosa con las normas de prelación crediticia⁹⁶³.

El «*best-interests test*» aparece recogido en la Recomendación de 12.III.2014 (2014/135/UE), sobre un nuevo enfoque frente a la insolvencia y el fracaso empresarial, en cuyo párrafo 19 se establece que: «*el órgano jurisdiccional debería rechazar aquellos planes en que la reestructuración prevista limite los derechos de los acreedores discrepantes más de lo que cabría razonablemente esperar en ausencia de un proceso de reestructuración de la empresa del deudor*». Conforme al apartado 22 c), una de las condiciones de las soluciones convencionales y extrajudiciales a la insolvencia debe ser que «*el plan no limite los derechos de los acreedores discrepantes más de lo que cabría razonablemente esperar en ausencia de una reestructuración, en caso de que el deudor haya liquidado o vendido el negocio como empresa en funcionamiento, según el caso*»⁹⁶⁴.

⁹⁶³ En términos económicos, el artículo 134.1.II de la Ley Concursal permite recuperaciones de los acreedores subordinados superiores a las que obtendrían en un escenario de liquidación.

⁹⁶⁴ Véase, asimismo, Barry E. Adler, Douglas G. Baird & Thomas H. Jackson *Bankruptcy: Cases, Problems, and Materials*, *op. cit.*, páginas 23-29.

Estas previsiones se concretan en los artículos 2.9, 10.2(b), 11.1(a), 13.1 y 15.4 de la Propuesta de Directiva de 22.XI.2016⁹⁶⁵, que establecen la carga del proponente de satisfacer el «*best interests of creditors test*» y su posible impugnación por la disidencia. En caso de estimación del recurso, es criticable que se permita a los estados miembros optar, como alternativa a la ineficacia del plan, por resarcir al disidente con cargo a la masa o a los acreedores que votaron a favor del plan (art. 15.4). Pese a la loable intención de evitar que una minoría (tal vez testimonial) pueda privar de efectos a la solución acordada por la inmensa mayoría de los acreedores, una norma semejante (al menos en concurso) es contraria a la *par condicio creditorum* y, en la medida en que permite cobrar con certeza antes que el resto, incentiva a impugnar la aprobación judicial del plan. A lo sumo en la homologación, el remedio puede consistir en que el disidente quede al margen del acuerdo (a cuyo efecto, la mayoría se cuidará de incluir una condición resolutoria explícita en caso de que pasivo financiero por encima de cierto umbral quede al margen del acuerdo de refinanciación).

En la homologación judicial de acuerdos de refinanciación, los acreedores pueden impugnar la extensión de efectos atendiendo a «*la valoración del carácter desproporcionado del sacrificio exigido*» (disp. ad. 4^a.7.I LC). La postura mayoritaria sostiene que este carácter desproporcionado debe analizarse atendiendo a (i) la posición relativa de cada acreedor respecto a los demás⁹⁶⁶; (ii) teniendo también en cuenta el estatuto jurídico en caso de concurso (*e.g.* los acreedores de préstamos participativos que dispongan de derecho de voto por no ser personas especialmente relacionadas puede ser tratados de forma peor que otros, pues su

⁹⁶⁵ *Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on preventive restructuring frameworks, second chance and measures to increase the efficiency of restructuring, insolvency and discharge procedures and amending Directive 2012/30/EU.*

⁹⁶⁶ Véase, por todas, la sentencia del Juzgado de lo Mercantil número 3 de Barcelona, de 29.VII.2014 (JUR 2014, 234953; ponente: José María Fernández Seijo). A pesar de contemplar otras alternativas (la recuperación que obtendrían los acreedores en caso de convenio o de liquidación), el auto establece que la valoración de la desproporción debe hacerse respecto de la posición en la que quedan los distintos acreedores como consecuencia de la eficacia del acuerdo de refinanciación (no se puede tratar de forma desigual a acreedores que se encuentran en la misma situación). Sin embargo, a pesar de extender (i) el nuevo calendario de amortización; (ii) la quita de los intereses de demora; (iii) la reestructuración de obligados principales y garantes; y (iv) la paralización de ejecuciones y la prohibición de inicio de nuevas ejecuciones durante la eficacia del acuerdo, no se extienden las nuevas garantías a las entidades disidentes (se otorgan a favor del «*new money*» otorgado por las entidades que se adhieren y de parte de los créditos preexistentes, titularidad de acreedores adheridos y disidentes). Se sostiene esta conclusión argumentando que la concesión de las garantías es un incentivo para adherirse al acuerdo.

crédito estaría subordinado en caso de concurso)⁹⁶⁷. Asimismo, (iii) se está reconociendo la subsunción del «*best-interests test*» dentro de la causa de impugnación que atiende al «sacrificio desproporcionado»⁹⁶⁸; y (iv) la inviabilidad del plan de viabilidad o la innecesariedad de la refinanciación para superar la situación de dificultades financieras⁹⁶⁹.

La confirmación de la introducción del «*best-interests test*» con relación a los acuerdos de refinanciación homologados sería oportuna, pues se trata de un remedio individual (el derecho español no regula la posibilidad de extensión de efectos a clases disidentes enteras⁹⁷⁰ ni, por tanto, la «*absolute priority rule*»). Aunque en la práctica ya se comienza a cumplir con este requisito, la ley debería establecer que corresponde al proponente la carga de acreditar la bondad del acuerdo de refinanciación y su comparación con el escenario de liquidación (distinguiendo el escenario de enajenación de la empresa, como unidad económica en funcionamiento, del de realización individual de los activos).

⁹⁶⁷ Véase las sentencias del Juzgado de lo Mercantil número 11 de Madrid (núm. 943/2015; ponente Carmen González); del Juzgado de lo Mercantil número 2 de Sevilla de 24.X.2016 (núm. 507/2016; ponente: Pedro Márquez); y del Juzgado de lo Mercantil de Barcelona de 29.XI.2016 (núm. 374/2015; ponente: Manuel Ruiz de Lara).

⁹⁶⁸ Véase las sentencias del Juzgado de lo Mercantil número 11 de Madrid (núm. 943/2015; ponente: Carmen González); del Juzgado de lo Mercantil número 2 de Sevilla de 24.X.2016 (núm. 507/2016; ponente: Pedro Márquez); y del Juzgado de lo Mercantil de Barcelona de 29.XI.2016 (núm. 374/2015; ponente: Manuel Ruiz de Lara). En el mismo sentido se han pronunciado Carrasco, A. («El “valor de la garantía real” y el “sacrificio desproporcionado” en los acuerdos de refinanciación del RD Ley 4/2014», en la obra colectiva *Nuevo Marco Aplicable a las Operaciones de Reestructuración: análisis técnico de la reforma introducida por el Real Decreto Ley 4/2014*, 2014, Gómez-Acebo & Pombo, publicado *online*); Sancho I. («Homologación, eficacia, impugnación y rescisión de los acuerdos de refinanciación», en la obra colectiva, *Acuerdos de refinanciación, convenio y reestructuración*, *op. cit.*); y Azofra, F. *La homologación judicial de acuerdos de refinanciación*, Reus, Madrid, 2016, páginas 109 a 112.

⁹⁶⁹ Véase las sentencias del Juzgado de lo Mercantil número 2 de Bilbao de 23.VII.2015 (AC 2015, 1169; ponente: Zigor Oy Arbide de la Torre); del Juzgado de lo Mercantil número 11 de Madrid (núm. 943/2015; ponente: Carmen González); y del Juzgado de lo Mercantil número 2 de Sevilla de 24.X.2016 (núm. 507/2016; ponente: Pedro Márquez). Aunque la sentencia del Juzgado de lo Mercantil de Barcelona de 29.XI.2016 (núm. 374/2015; ponente: Manuel Ruiz de Lara), afirma que la situación de insolvencia actual o inminente no es un requisito para solicitar la homologación, apunta en todo caso a la necesidad de que la refinanciación esté basada en un acuerdo de refinanciación genuino conforme al artículo 71 *bis.1* de la Ley. Así, en ningún caso debería ser posible acudir a la homologación para modificar determinados pactos del contrato entre acreedores sometido al régimen de la unanimidad. Entre la doctrina científica, véase Azofra, F. *La homologación judicial de acuerdos de refinanciación*, *op. cit.*, páginas 117 a 119 (*Vid. Infra* VIII.2.8).

⁹⁷⁰ Cuestión distinta es la distorsión que supone que los acreedores titulares de créditos financieros con garantía real puedan votar de cara al cómputo de las mayorías del apartado tercero de la disposición adicional cuarta, sin sufrir sus efectos (*Vid. Infra* VIII.2.6). Esta distorsión no se da cuando los acreedores titulares de créditos con privilegio general o especial votan como acreedores ordinarios, pues se ven afectados por el contenido del convenio (art. 134.2 LC), sin que el mantenimiento de la garantía real suponga trato singular (art. 125.2 LC).

El test de liquidación, como remedio individual, también debería introducirse respecto al convenio (arts. 100 y 128 LC), donde los acreedores que votan a favor de la propuesta sólo pueden vincular a los disidentes dentro de la misma clase («*cram-in*») –con la excepción de los créditos subordinados *ex art.* 134.1.II LC)⁹⁷¹–. Actualmente, la única causa de oposición que atiende a la bondad de la propuesta⁹⁷² es la «inviabilidad objetiva del cumplimiento del convenio» (art. 128.2 LC), que puede alegarse por la administración concursal o acreedores que ostenten el 5 por ciento de los créditos ordinarios⁹⁷³. A la inversa, debería derogarse el artículo 134.1.II de la Ley Concursal. A raíz de la reciente doctrina judicial en sede de homologación, es posible tratar peor al acreedor subordinado en esa sede que en concurso, donde, pese a estar «*out of the money*», debe recibir el mismo trato que los acreedores ordinarios pese a que estos no hayan cobrado íntegramente (lo que supone que los acreedores subordinados cobran más de lo que obtendrían en caso de liquidación).

1.5. Cuestiones y propuestas de lege ferenda (II). Inaplicabilidad de la «absolute priority rule» en derecho español

El derecho estadounidense y el alemán permiten la extensión de efectos del convenio entre clases (*i.e.* aunque una clase haya votado en contra de la propuesta). Para ello es preciso, entre otros requisitos⁹⁷⁴: (i) que al menos una clase que sufra quitas o

⁹⁷¹ Esta norma resulta de aplicación a pesar de que los acreedores subordinados se encuentren «*out of the money*», lo que implica mantener pasivos por encima del valor de la empresa (desincentivando la toma de control por parte de los acreedores o el voto de los acreedores a favor de la propuesta del deudor, si son conscientes del «*leakage*» que supone el pago a los acreedores subordinados en estos términos). *Vid. Supra* VI.3.3.3.

⁹⁷² Conforme al derecho en vigor, la protección que otorga la Ley Concursal a los acreedores que no votan a favor del convenio parte, en primer lugar, de las reglas de quórum y mayorías. Las primeras adquieren su razón de ser cuando los acuerdos se adoptan por la mayoría oportuna de los asistentes (cfr. arts. 193, 194 y 201 LSC), pero no cuando las mayorías se calculan sobre la base de la totalidad de los intereses existentes (cfr. arts. 198 y 199 LSC), como ocurre en sede de convenio (arts. 124.1 y 134.3 LC), con la excepción, inhabitual en la práctica, de la mayoría simple del art. 124.1.a).II LSC, que acaso es la que justifica la regla de quórum del art. 116.4 LSC. Además, como es sabido, la administración concursal y los acreedores que no hubieran asistido a la junta o que hubieran votado en contra de la propuesta pueden oponerse a la aprobación judicial del convenio sobre la base de la inobservancia de las normas sobre (a) el contenido del convenio (que incluye las «maniobras que afecten a la paridad de trato entre los acreedores ordinarios» cuando el voto es determinante de la consecución de la mayoría oportuna); (b) la forma y el contenido de las adhesiones; y (c) la tramitación escrita o la constitución y celebración de la junta de acreedores (art. 128.1 LC).

⁹⁷³ A pesar de la discordancia fruto de la vorágine reformista del legislador, cabe sostener que esta misma causa de oposición puede ser alegada por acreedores de créditos privilegiados que resulten vinculados por la mayoría oportuna de acreedores con base en el artículo 134.3 de la Ley Concursal.

⁹⁷⁴ *Vid. Supra* VI.3.1.1.

esperas, y ostente un interés económico realizable, vote a favor de la propuesta; y (ii) que se respeten las reglas imperativas de prelación de pagos, así como determinado contenido indisponible con relación a ciertos créditos («*absolute priority rule*» o «*fair and equitable standard*»). En términos prácticos, este segundo requisito se traduce en que los socios cuyo interés económico no sea realizable no podrán mantener semejante condición en la sociedad reestructurada a menos que se obtenga el consentimiento de todas las demás clases. La condición de socio en la sociedad refinanciada debe recaer sobre los acreedores de último rango de todos aquellos que estén «*in the money*», por tener un interés realizable frente a la sociedad atendiendo a la valoración de la empresa⁹⁷⁵. Es la traslación de las reglas de prelación de pagos de la liquidación al plan de pagos del convenio⁹⁷⁶.

En derecho español no hay posibilidad de «arrastre» entre clases («*cramdown*»). La extensión de efectos se limita a la disidencia dentro de la misma clase («*cram-in*»). La única excepción es la de los acreedores titulares de créditos subordinados *ex art.* 134.1.II LC. Además, patológicamente, los acreedores con garantía real pueden vincular con su voto al resto de acreedores titulares de créditos financieros en sede de homologación (Disp. Ad. 4^a.3 LC). Por tanto, el remedio de la disidencia sería el del «*best-interests test*» (test de liquidación). Este remedio permite abordar situaciones de propuestas sub-óptimas, pero también las expropiatorias cuando, sin que el escenario de liquidación sea objetivamente mejor que la propuesta, unos acreedores (o socios) mejoran su posición relativa respecto a otros acreedores⁹⁷⁷. Sin atender a estas razones, ya hay algún precedente judicial que ha negado la aplicación de la «*absolute priority rule*» en derecho español⁹⁷⁸.

⁹⁷⁵ Los socios se encuentran subordinados a los acreedores, pero aun así mantienen una expectativa de recuperación con base en los derechos económicos inherentes a su condición.

⁹⁷⁶ Los acreedores pertenecientes a las clases que son objeto de «*cramdown*» no disponen de la protección del «*best-interests test*», que se reserva a los acreedores disidentes pertenecientes a las clases que votan a favor de la propuesta de convenio («*plan of reorganization*»). La razón de ello es que el «*fair and equitable standard*» garantiza un respeto exquisito a las reglas de imperativas de prelación de pagos, lo que quiere decir que las clases disidentes no ceden derechos a favor de otras subordinadas que no obtendrían recuperación alguna en caso de apertura inmediata de la fase de liquidación concursal. *Vid. Supra* VI.3.1.1.

⁹⁷⁷ *Vid. Supra* VI.3.1.2. y VIII.2.4.

⁹⁷⁸ Véase la sentencia del Juzgado de lo Mercantil número 10 de Barcelona de 29.XI.2016 (núm. 374/2015; ponente: Manuel Ruiz de Lara).

Por esta razón, serán precisas nuevas reformas en caso de que se apruebe la Propuesta de Directiva de 22.XI.2016⁹⁷⁹, pues recoge expresamente la posibilidad de extensión de efectos entre clases y la observancia de la «*absolute priority rule*» (arts. 2.10, 11, 12.2 y 13.2). Salvo acuerdo unánime de las clases disidentes (o nuevas aportaciones de capital), esta norma supone que el capital social de la sociedad reestructurada debe corresponder a los acreedores de ulterior rango de todos aquellos que ostenten un valor económico realizable atendiendo a la valoración de la empresa (o a los socios, si el valor «rompe» en el «*equity*»)⁹⁸⁰.

1.6. *Cuestiones y propuestas de lege ferenda (III). Acuerdos de refinanciación: separación a efectos de mayorías entre acreedores con y sin garantía real*

La previsión de que los acreedores con garantía real puedan votar a favor de las mayorías precisas para la extensión de efectos de los acreedores que carecen de garantías es distorsionadora. Lo es, porque los acreedores garantizados no sufren los efectos del acuerdo de refinanciación a menos que se alcancen las mayorías del apartado cuarto. Por el contrario, cuando los acreedores con garantía real votan a favor del convenio para alcanzar las mayorías del artículo 124 de la Ley Concursal, requisito necesario para la aprobación judicial de la propuesta, quedan afectados por su contenido, sin perjuicio de conservar su derecho real, sin que ello constituya trato singular (arts. 125.2 y 134.2 LC). Ello al margen de la posibilidad de quedar vinculados como clase separada por el convenio (art. 134.3 LC).

La explicación de esta disfunción proviene de la evolución sufrida por la disposición adicional cuarta. El apartado primero de la versión del precepto dada por la Ley 38/2011, de 10 de octubre, de reforma de la Ley Concursal, establecía que una mayoría del 75 por ciento del pasivo titularidad de entidades financieras podría forzar la extensión de efectos a los créditos disidentes que no contaran con garantía real. Con la reforma operada por el Real Decreto-ley 4/2014, de 7 de marzo, por el que se adoptan medidas urgentes en materia de refinanciación y reestructuración de deuda empresarial, se modifican las mayorías a efectos de la protección frente a la acción de reintegración y de extensión de efectos para los disidentes que no cuentan con garantía real. Se introduce además un nuevo apartado para vincular a los acreedores

⁹⁷⁹ *Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on preventive restructuring frameworks, second chance and measures to increase the efficiency of restructuring, insolvency and discharge procedures and amending Directive 2012/30/EU.*

⁹⁸⁰ *Vid. Supra VI.3.3.2.*

con garantía real por la mayoría oportuna de entre los acreedores de la misma clase, pero el legislador olvida eliminar los créditos con garantía real del a efectos del apartado tercero de la disposición adicional cuarta de la Ley Concursal en vigor.

Esta disfunción debería ser suprimida porque los acreedores con garantía real pueden imponer un contenido a la minoría disidente que carece de aquélla sin sufrir consecuencia alguna. Así lo establece también la Propuesta de Directiva de 22.XI.2016 en su artículo 9.2⁹⁸¹. La disparidad de incentivos actual es caldo de cultivo para comportamientos oportunistas en detrimento de dicha minoría. Queda a salvo, en todo caso, el derecho a la impugnación del auto de homologación por parte de la minoría disidente, con base en la valoración del carácter desproporcionado del sacrificio exigido (Disp. Ad. 4^a.7.I LC)⁹⁸².

1.7. Cuestiones y propuestas de lege ferenda (IV). ¿Cómputo de mayorías respecto al pasivo afectado o el pasivo total?

El procedimiento de homologación suscita al menos tres dudas en materia de *petitum* y determinación de mayorías: (i) si es posible solicitar la extensión de efectos sin pedir la protección frente a la acción de reintegración; (ii) si las mayorías a efectos de dicha protección y de la extensión de efectos deben ser calculadas respecto al pasivo financiero total o el afectado por la refinanciación; y (iii) si reuniendo la mayoría del 51 por ciento respecto al pasivo financiero total y la oportuna respecto al pasivo financiero afectado por el acuerdo (pero sin alcanzar la global) es posible extender efectos a los acreedores disidentes afectados.

1.7.1. ¿Debe ser la extensión de efectos una petición meramente adicional a la protección frente a la acción de reintegración?

La primera cuestión es la posibilidad de solicitar la extensión de efectos porque se reúne la mayoría oportuna respecto al pasivo financiero de la misma clase, pero, sin embargo, no se cuenta con el apoyo del 51 por ciento del pasivo financiero total a efectos de la protección frente a la acción de reintegración.

⁹⁸¹ *Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on preventive restructuring frameworks, second chance and measures to increase the efficiency of restructuring, insolvency and discharge procedures and amending Directive 2012/30/EU.*

⁹⁸² Así se desprende de la conclusión II.10^o de la reunión de magistrados de lo mercantil de Madrid, en fechas 7 y 21 de noviembre de 2014, sobre unificación de criterios de aplicación de las reformas de la Ley Concursal, operadas por el Real Decreto-ley 11/2014 y la Ley 17/2014.

En la práctica, si se alcanzan las mayorías del apartado tercero para la extensión de efectos también se obtendrá la mayoría del 51 por ciento para la protección frente a la acción de reintegración (asumiendo que las mayorías deben determinarse atendiendo al pasivo total y no al afectado). Patológicamente, las mayorías del 60 o 75 por ciento que exige el apartado tercero no se computan sobre los créditos financieros que carecen de garantía real, sino sobre la totalidad del pasivo financiero⁹⁸³. Por tanto, el único supuesto dable es que se recabe la mayoría oportuna para arrastrar a los disidentes con garantía real, siendo esa mayoría insuficiente respecto al pasivo financiero total para alcanzar la cifra del 51 por ciento.

Conforme al régimen en vigor, puede acudir al régimen de la homologación judicial para obtener protección frente a la acción rescisoria concursal sin solicitar la extensión de efectos a la disidencia. Sin embargo, la postura más extendida niega que se pueda solicitar la extensión de efectos como efecto autónomo si no va acompañado de la protección frente a la rescisoria, para lo que se exige el apoyo del 51 por ciento del pasivo financiero global⁹⁸⁴. Así, la posibilidad de extensión de efectos conforme a los apartados tercero y cuarto de la disposición adicional cuarta de la Ley Concursal se configuraría como un posible efecto adicional a la protección frente a la rescisoria concursal (cuyo apartado primero exige dicha mayoría del 51 por ciento del pasivo financiero total).

Con buen criterio, se ha criticado que esta solución es inidónea cuando el deudor y sus acreedores no buscan protección frente a la acción de reintegración concursal, sino la posibilidad de extensión de efectos a los disidentes⁹⁸⁵. Sería el caso, por ejemplo, de acuerdos de refinanciación de sociedades que carecen de activos libres para dar en garantía. Si se han obtenido las mayorías oportunas respecto al pasivo financiero, debería otorgarse la extensión de efectos.

La utilización abusiva de este procedimiento para incumplir pactos de unanimidad en los contratos de financiación debería atacarse en sede de la impugnación del auto de homologación, para lo que es necesario reconocer legitimación a los disidentes

⁹⁸³ *Vid. Supra* VIII.2.6.

⁹⁸⁴ Así se desprende de la conclusión II.8º de la reunión de magistrados de lo mercantil de Madrid, en fechas 7 y 21 de noviembre de 2014, sobre unificación de criterios de aplicación de las reformas de la Ley Concursal, operadas por el Real Decreto-ley 11/2014 y la Ley 17/2014.

⁹⁸⁵ They, Adrian «Implicaciones de la valoración en la Ley Concursal», La Ley 1375/2015, número 8492, marzo de 2015.

sometidos a un régimen de sindicación, cuestión no exenta de controversia⁹⁸⁶. Existen al menos tres resoluciones que sostienen que la innecesariedad del acuerdo para remover la situación de dificultades financieras puede subsumirse dentro de la alegación de «sacrificio desproporcionado»⁹⁸⁷. Aunque la sentencia del Juzgado de lo Mercantil de Barcelona de 29.XI.2016⁹⁸⁸ afirma que la situación de insolvencia actual o inminente no es un requisito para solicitar la homologación, apunta en todo caso a la necesidad de que la refinanciación esté basada en un acuerdo de refinanciación genuino conforme al artículo 71 *bis*.1 de la Ley. Así, por ejemplo, en ningún caso debería ser posible acudir a la homologación para modificar determinados pactos del contrato entre acreedores sometido al régimen de la unanimidad.

1.7.2. Las mayorías para la protección frente a la reintegración y la extensión de efectos respecto a los disidentes deben computarse respecto al pasivo afectado

En cuanto a la protección frente a la acción de reintegración, la mayoría del 51 por ciento debe entenderse referida necesariamente al pasivo financiero global. De lo contrario, una minoría estaría obteniendo un «blindaje absoluto» para el caso de que el deudor fuera declarado en concurso durante los dos años siguientes. El régimen en vigor priva del remedio de la acción de reintegración a los acreedores por pasivos no financieros (*Vid. Supra* VIII.2.3.1), por lo que en este punto debería adoptarse una interpretación restrictiva y no permitir los solicitantes pudieran disfrutar del «blindaje» si no representan, al menos, el 51 por ciento del pasivo financiero total.

En cuanto la extensión de efectos, se ha defendido la posibilidad de calcular las mayorías sobre el pasivo afectado atendiendo a los distintos términos utilizados por el artículo 71 *bis*.1 y el primer apartado de la disposición adicional cuarta de la Ley

⁹⁸⁶ Mientras que la sentencia del Juzgado de lo Mercantil número 11 de Madrid de 22.VII.2016 (núm. 943/2015; ponente: Carmen González) sostiene esta postura, la sentencia del Juzgado de lo Mercantil número 10 de Barcelona de 29.XI.2016 (núm. 374/2015; ponente: Manuel Ruiz de Lara) y el auto del Juzgado de lo Mercantil número 2 de Sevilla de 8.XI.2016 (núm. 1051/2016; ponente: Pedro Márquez) niegan legitimación a los disidentes sometidos a régimen de sindicación. Pues bien, el apartado séptimo de la disposición adicional cuarta de la Ley Concursal reconoce legitimación a los disidentes que no hubieran suscrito el acuerdo y a quienes «hubiesen mostrado su disconformidad con el mismo», extremo que debería entenderse referida a la votación interna del sindicado.

⁹⁸⁷ Véase las sentencias del Juzgado de lo Mercantil número 2 de Bilbao de 23.VII.2015 (AC 2015, 1169; ponente: Zigor Oy Arbide de la Torre); del Juzgado de lo Mercantil número 11 de Madrid (núm. 943/2015; ponente: Carmen González); y del Juzgado de lo Mercantil número 2 de Sevilla de 24.X.2016 (núm. 507/2016; ponente: Pedro Márquez).

⁹⁸⁸ Incidente concursal número 374/2015 (ponente: Manuel Ruiz de Lara).

Concursal⁹⁸⁹. Mientras que el primero se refiere a los «*tres quintos del pasivo del deudor*», el segundo exige una mayoría de «*al menos el 51 por ciento de los pasivos financieros*». La sentencia del Juzgado de lo Mercantil número 10 de Barcelona de 29.XI.2016 acoge este argumento (lo que es consistente con su interpretación de que la situación de insolvencia inminente o actual no es un requisito para solicitar la homologación)⁹⁹⁰. Esta resolución también indica que «*resultaría ilógico y desproporcionado que titulares de pasivos financieros, que no se ven afectados por las medidas acordadas en el correspondiente acuerdo de refinanciación, computasen a efectos de determinar el cálculo de mayorías y pudiesen ocasionar o frustrar una extensión de efectos a acreedores disidentes, aun cuando sus pasivos financieros no fuesen objeto de medida alguna de reestructuración*». Además, resalta que la legitimación para impugnar el auto de homologación corresponde a «*los acreedores de pasivos financieros afectados por la homologación judicial que no hubieran suscrito el acuerdo de homologación o que hubiesen mostrado su disconformidad con el mismo*». Por último, la sentencia acude a la analogía para aplicar por identidad de razón el artículo 238.1 de la Ley Concursal que, en sede del acuerdo extrajudicial de pagos, establece que las mayorías deben calcularse sobre el pasivo afectado.

También se ha señalado que la Ley Concursal debería adoptar unas normas similares a las existentes en una parte del derecho comparado, donde la asignación de derechos políticos se realiza atendiendo a la afectación del pasivo⁹⁹¹. Sin embargo, no hay base para realizar esa comparación, pues dichas normas no son aplicables a los acreedores disidentes de una misma clase (como ocurre en la homologación), sino a clases enteras que resultan vinculadas por la propuesta. Conforme a las normas de la sección 1126 del *Chapter 11* del U.S. *Bankruptcy Code*⁹⁹² (asimiladas posteriormente por el

⁹⁸⁹ Véase Sancho, I. «Homologación, eficacia, impugnación y rescisión de los acuerdos de refinanciación», *op. cit.*, así como la doctrina judicial allí citada.

⁹⁹⁰ Ponente: Manuel Ruiz de Lara (incidente concursal número 374/2015). Véase el fundamento de derecho cuarto.

⁹⁹¹ They, Adrian «Implicaciones de la valoración en la Ley Concursal», *op. cit.*

⁹⁹² Los apartados (f) y (g) de la sección 1126 del U.S. *Bankruptcy Code* establecen dos presunciones. La primera, *iuris et de iure*, establece que se entiende que votan a favor del plan las clases cuyos créditos o intereses de otro tipo (*e.g.* socios) no resultan afectados por el contenido de la propuesta de convenio («*plan of reorganization*»). La segunda, *iuris tantum*, presume el voto negativo de las clases que no reciben ningún tipo de recuperación a resultas de la propuesta de convenio. *Vid. Infra* VI.3.1.

derecho alemán⁹⁹³), no se exige el voto de las clases que no resultan afectadas por la propuesta («*unimpaired*»). Lo mismo ocurre con el «*scheme of arrangement*» inglés, que no necesariamente requiere la aprobación de todo el pasivo del deudor⁹⁹⁴.

La postura contraria es la que sostiene que las mayorías deben calcularse sobre la totalidad del pasivo financiero, pues la Ley Concursal asigna derechos políticos con independencia de que los acreedores resulten afectados por el acuerdo de refinanciación⁹⁹⁵. Los críticos de esta postura señalan que dificulta la refinanciación cuando el deudor dispone de otras líneas de financiación a más largo plazo (bonos, por ejemplo)⁹⁹⁶. Y no porque el vencimiento del crédito sea un requisito para gozar de derechos políticos (cfr. art. 85.3 y 87.3 *sensu contrario* LC)⁹⁹⁷, sino porque la negociación es mucho más dificultosa al tener que ofrecer el mismo trato a todos los acreedores. El acreedor aplazado no impediría que se refinanciara la línea de financiación que puede desencadenar la insolvencia del deudor, pero sólo a cambio de que no tenga que sufrir esperas o cualesquiera otras medidas. Frente a estas críticas, el tratamiento dispar de los pasivos vencido y aplazado no debería suponer «sacrificio desproporcionado».

Lo cierto es que la determinación de las mayorías con base en la totalidad del pasivo financiero de cada clase es una norma de protección de la minoría. Desde esta

⁹⁹³ De forma similar a la sección 1126 (f) del U.S. *Bankruptcy Code*, la sección 237.2 del *Insolvenzordnung* priva de derecho de voto a los acreedores cuyos créditos no resultan afectados por el convenio. *Vid. Infra* VII.3.1.

⁹⁹⁴ Aunque el acuerdo, sometido en última instancia a aprobación judicial, debe ser aprobado por cada clase (mayoría simple que represente, al menos, el 75 por ciento de los créditos o del capital social – artículo 899 del U.K. *Companies Act*), no es preciso recabar el consentimiento de todo el pasivo financiero del deudor (secciones 895(1)(a), 899(1) y 899(3)(a) del U.K. *Companies Act*), sino únicamente de las clases que resultan afectadas. No se pueden extender efectos ni a las clases disidentes ni a las que no votan (por no haber formado parte del acuerdo) –sección 899(3) del U.K. *Companies Act*–. La distribución de «*members*» y «*creditors*» entre clases se realiza conforme al criterio del interés común: «*those whose rights are not so dissimilar as to make it impossible for them to consult together with a view to their common interest*» (*Sovereign Life Assurance Co v Dodd* [1892] 2 Q.B. 573 at 583; y *Re Hawk Insurance Ltd* [2001] EWCA Civ 241).

⁹⁹⁵ Sancho, I. «Homologación, eficacia, impugnación y rescisión de los acuerdos de refinanciación», *op. cit.* Este autor también niega que las mayorías puedan ser alcanzadas con el voto de un solo acreedor (extremo que no se comparte). Asimismo, conclusión II.10º de la reunión de magistrados de lo mercantil de Madrid, en fechas 7 y 21 de noviembre de 2014, sobre unificación de criterios de aplicación de las reformas de la Ley Concursal, operadas por el Real Decreto-ley 11/2014 y la Ley 17/2014. En el mismo sentido, Azofra, F. *La homologación judicial de acuerdos de refinanciación*, Reus, Madrid, 2016, páginas 68 y 69.

⁹⁹⁶ They, Adrian «Implicaciones de la valoración en la Ley Concursal», *op. cit.*

⁹⁹⁷ Al respecto, por todos, Sancho, I. «Homologación, eficacia, impugnación y rescisión de los acuerdos de refinanciación», *op. cit.*

perspectiva, la postura más tuitiva para la disidencia sería que las mayorías se computasen respecto al pasivo financiero global, lo que sería consistente con la interpretación restrictiva que debería merecer semejante excepción al principio de relatividad de los contratos (art. 1257 CC). Sin embargo, con ello se estaría otorgando derechos políticos a quien no resulta afectado por la refinanciación, lo que también puede resultar desproporcionado para la mayoría del pasivo afectado y, lo que es peor, abocar a la sociedad a la declaración de concurso⁹⁹⁸. Esta postura es la que se recoge, además, en la Propuesta de Directiva de 22.XI.2016⁹⁹⁹.

Nuevamente, la utilización abusiva de este procedimiento para incumplir pactos de unanimidad debe atacarse mediante la impugnación del auto de homologación¹⁰⁰⁰, para lo que es necesario reconocer legitimación a los disidentes sometidos a régimen de sindicación para impugnar el auto de homologación. A pesar de la controversia surgida en torno a esta cuestión¹⁰⁰¹, el apartado séptimo de la disposición adicional cuarta de la Ley Concursal reconoce legitimación a los disidentes que no hubieran suscrito el acuerdo y a quienes «hubiesen mostrado su disconformidad con el mismo», extremo que debería entenderse referida a la votación interna del sindicado.

⁹⁹⁸ Véase también De Cárdenas, C. «*Presente y futuro de la homologación judicial de los acuerdos de refinanciación*», Diario La Ley, nº 8896, 9.I.2017, páginas 9 y 10.

⁹⁹⁹ *Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on preventive restructuring frameworks, second chance and measures to increase the efficiency of restructuring, insolvency and discharge procedures and amending Directive 2012/30/EU* (expositivo 24 y artículos 8.1 (e), 9, 10 y 11).

¹⁰⁰⁰ Existen al menos tres resoluciones que sostienen que la innecesariedad del acuerdo para remover la situación de dificultades financieras puede subsumirse dentro de la alegación de «sacrificio desproporcionado». Véase las sentencias del Juzgado de lo Mercantil número 2 de Bilbao de 23.VII.2015 (AC 2015, 1169; ponente: Zigor Oy Arbide de la Torre); del Juzgado de lo Mercantil número 11 de Madrid (núm. 943/2015; ponente: Carmen González); y del Juzgado de lo Mercantil número 2 de Sevilla de 24.X.2016 (núm. 507/2016; ponente: Pedro Márquez). Aunque la sentencia del Juzgado de lo Mercantil de Barcelona de 29.XI.2016 (núm. 374/2015; ponente: Manuel Ruiz de Lara), afirma que la situación de insolvencia actual o inminente no es un requisito para solicitar la homologación, apunta en todo caso a la necesidad de que la refinanciación esté basada en un acuerdo de refinanciación genuino conforme al artículo 71 bis.1 de la Ley. Así, en ningún caso debería ser posible acudir a la homologación para modificar determinados pactos del contrato entre acreedores sometido al régimen de la unanimidad.

¹⁰⁰¹ Mientras que la sentencia del Juzgado de lo Mercantil número 11 de Madrid de 22.VII.2016 (núm. 943/2015; ponente: Carmen González) sostiene esta postura, la sentencia del Juzgado de lo Mercantil número 10 de Barcelona de 29.XI.2016 (núm. 374/2015; ponente: Manuel Ruiz de Lara) y el auto del Juzgado de lo Mercantil número 2 de Sevilla de 8.XI.2016 (núm. 1051/2016; ponente: Pedro Márquez) niegan legitimación a los disidentes sometidos a régimen de sindicación.

1.8. Cuestiones y propuestas de lege ferenda (V). La inviabilidad del plan de negocio

La Comisión Europea, en la Recomendación de 12.III.2014 (2014/135/UE), sobre un nuevo enfoque frente a la insolvencia y el fracaso empresarial, establece en su párrafo vigesimotercero que «(l)os estados miembros deberían garantizar que los órganos jurisdiccionales rechacen los planes de reestructuración que claramente no ofrezcan ninguna perspectiva de evitar la insolvencia del deudor o de garantizar la viabilidad de la actividad empresarial debido, por ejemplo, a que no prevén la nueva financiación necesaria para continuar la actividad».

El plan de viabilidad es uno de los requisitos para poder acceder a la homologación judicial de los acuerdos de refinanciación (art. 71 bis.1.a) y Disp. Ad. 4^a.1 LC). Sin embargo, la reforma operada por el Real Decreto-ley 4/2014, de 7 de marzo, por el que se adoptan medidas urgentes en materia de refinanciación y reestructuración de deuda empresarial (BOE de 8 de marzo), suprimió el requisito de revisión del plan de viabilidad por un experto independiente a los efectos de acceder al régimen de protección frente a la rescisoria concursal. En la práctica, son los propios acreedores quienes solicitan la revisión del plan de viabilidad por un experto independiente designado por ellos («*independent business review*»).

En todo caso, el órgano jurisdiccional debe analizar la concurrencia de los requisitos para homologar el acuerdo de refinanciación, a los efectos de otorgar la protección oportuna frente a la acción de reintegración concursal; a saber: (i) que la reestructuración sea hábil para remover la situación de insolvencia a corto plazo, mediante la ampliación significativa del crédito disponible o la modificación o extinción de sus obligaciones; (ii) que responda a un plan de viabilidad a corto y medio plazo; (iii) que haya sido suscrito por acreedores titulares de créditos financieros que representen al menos el 51 por ciento, según acreditación del auditor de cuenta; y (iv) que haya sido formalizado en instrumento público. En consecuencia, el órgano jurisdiccional debería formar su convicción de que la ampliación del crédito y/o la novación de las obligaciones es idónea para remover las dificultades financieras del deudor con base en el plan de viabilidad (no es suficiente con constatar la existencia de un plan de viabilidad)¹⁰⁰².

¹⁰⁰² Véase Sancho, I. «Homologación, eficacia, impugnación y rescisión de los acuerdos de refinanciación», *op. cit.*

Una vez superado el control judicial, los acreedores disidentes únicamente disponen de dos causas de impugnación (i) falta de concurrencia de las mayorías oportunas; o (ii) la valoración del carácter desproporcionado del sacrificio exigido. Es decir, no podrían discutir el juicio de suficiencia realizado por el juez a propósito del contenido del acuerdo de refinanciación y del plan de viabilidad. Sin embargo, como se desprende del apartado vigesimotercero de la Recomendación, estos extremos deberían ser tenidos en cuenta a los efectos de valorar si la empresa es económicamente viable o no, y/o si el acuerdo de refinanciación es idóneo para remover las dificultades financieras («*financial distress*»). Los acreedores que votan a favor de un acuerdo de refinanciación pueden tener incentivos alineados con los del deudor (si también reúnen la condición de socios, por ejemplo), lo que impone que la disidencia deba poder objetar a la extensión de efectos con base en la inviabilidad del plan. No en vano, ésta es la regla en materia de convenio concursal: la administración concursal y los acreedores titulares de, al menos, el cinco por ciento de los créditos con derecho a voto, pueden alegar la inviabilidad del convenio en su oposición a la aprobación judicial del mismo (art. 128.2 LC).

La oposición con base en la inviabilidad del acuerdo se basa en que la refinanciación es inidónea para mejorar las expectativas de cobro de los acreedores. Por ello, merece una valoración positiva la doctrina judicial que analiza la realizabilidad del plan de viabilidad (o la innecesariedad del acuerdo de refinanciación) dentro de la excepción de «sacrificio desproporcionado» (Disp. Ad. 4^a.7 LC)¹⁰⁰³. Es más, el artículo 10.3 de la Propuesta de Directiva de 22.XI.2016¹⁰⁰⁴ establece inequívocamente que «*Member States shall ensure that judicial or administrative authorities may refuse to confirm a restructuring plan where that plan does not have a reasonable prospect of preventing the insolvency of the debtor and ensuring the viability of the business*».

¹⁰⁰³ Véase las sentencias del Juzgado de lo Mercantil número 2 de Bilbao de 23.VII.2015 (AC 2015, 1169; ponente: Zigor Oy Arbide de la Torre); del Juzgado de lo Mercantil número 11 de Madrid (núm. 943/2015; ponente: Carmen González); y del Juzgado de lo Mercantil número 2 de Sevilla de 24.X.2016 (núm. 507/2016; ponente: Pedro Márquez). Aunque la sentencia del Juzgado de lo Mercantil de Barcelona de 29.XI.2016 (núm. 374/2015; ponente: Manuel Ruiz de Lara), afirma que la situación de insolvencia actual o inminente no es un requisito para solicitar la homologación, apunta en todo caso a la necesidad de que la refinanciación esté basada en un acuerdo de refinanciación genuino conforme al artículo 71 bis.1 de la Ley. Así, en ningún caso debería ser posible acudir a la homologación para modificar determinados pactos del contrato entre acreedores sometido al régimen de la unanimidad. Entre la doctrina científica, véase Azofra, F. *La homologación judicial de acuerdos de refinanciación*, *op. cit.*, páginas 117 a 119.

¹⁰⁰⁴ *Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on preventive restructuring frameworks, second chance and measures to increase the efficiency of restructuring, insolvency and discharge procedures and amending Directive 2012/30/EU.*

1.9. Cuestiones y propuestas de lege ferenda (VI). Conflictos de interés

1.9.1. Conflicto de interés y convenio de acreedores

Los conflictos de interés (no meramente «posicionales») de los acreedores deberían someterse a las mismas cautelas que se contemplan en sede societaria (suspensión del derecho de deliberación y voto, o, en su defecto, aplicación de un estándar de revisión judicial reforzado: «*entire fairness test*»).

Al margen del deber de buena fe (arts. 7 y 1258 CC), la única norma que contempla la Ley Concursal en este sentido es el artículo 125.1, que exige una doble mayoría en caso de «trato singular». Además de las mayorías generales (arts. 124 y 134 LC), hay que recabar la aprobación mayoritaria de la clase no beneficiada por el trato singular. La inobservancia de la regla de la «doble mayoría» permite plantear oposición a la aprobación judicial del convenio (art. 128.1.III LC).

Sin embargo, el ámbito de aplicación del artículo 125.1 de la Ley Concursal puede resultar limitado en supuestos como el que tuvo lugar en el caso de La Seda de Barcelona S.A.¹⁰⁰⁵. Los acreedores proponentes del convenio de asunción eran también los «socios de control» de la adjudicataria. Además, la presentación de una propuesta de convenio en la sociedad dominante del grupo obedecía a unas circunstancias muy concretas. Mientras que en la propuesta de las sociedades filiales (garantes del crédito de los proponentes) se establecía el pago íntegro a los acreedores concursales, en la sociedad dominante se ofrecía un pago testimonial (al menos en la primera propuesta). Había dos razones por las que los acreedores proponentes no tenían inconveniente en reducir su pago al mínimo en el concurso de la sociedad dominante. Primero, porque recuperaban íntegramente su derecho de crédito mediante los convenios de las filiales. Segundo, porque al ser los «socios de control» del asunto de la empresa y de la deuda reestructurada conforme al convenio, también tenían una expectativa de recuperación en tal condición, que entraba en conflicto con su condición de acreedores. Como se puede apreciar, desde la perspectiva individual y aislada del concurso de acreedores de La Seda de Barcelona S.A. no había trato singular (art. 125.1 LC) ni «inteligencias fraudulentas» (art. 128.1.IV LC). La solución en este caso consistía en habilitar la aplicación del artículo 125.1 de la Ley Concursal desde una perspectiva de «grupo», sobre la base de la tramitación coordinada de los

¹⁰⁰⁵ Vid. *Supra* VI.2.7.3.

concurros (art. 25 *ter* LC) y la aprobación condicionada de los convenios (art. 101.2 LC). Sin embargo, esta posibilidad ampararía a otros motivos de oposición de acreedores que podrían no hallarse justificados, como, por ejemplo, las distintas indemnizaciones que pudieran pactarse a favor de unos trabajadores u otros (en este caso no se daba esta circunstancia). En definitiva, se trataría de una solución que en parte conllevaría la consolidación de masas (cfr. art. 25 *ter* LC). Además, el mero hecho de que las propuestas de convenio de las sociedades filiales garantes contemplaran un trato favorable a los acreedores proponentes (pago íntegro) tampoco supondría *per se* un trato singular. Naturalmente, la expectativa de recuperación de los acreedores se encontraba limitada al valor total del crédito (cfr. art. 161.1 LC). Por todo ello, el conflicto de interés residía en la doble condición de los proponentes como acreedores y socios «de control» del deudor y la sociedad asuntora, respectivamente. Y desde esta perspectiva, el ámbito de aplicación del artículo 125.1 de la Ley Concursal podría resultar limitado para abordar el tratamiento de este conflicto de interés.

Por esta razón, sería recomendable establecer una nueva causa de oposición a la aprobación del convenio (art. 128 LC) que permitiera trasladar al ámbito concursal el «*entire fairness test*» del artículo 190.3 de la Ley de Sociedades de Capital. Cumplida la carga de probar la existencia de conflicto de interés y del perjuicio causado al resto de afectados por el convenio, correspondería al acreedor conflictuado demostrar la ausencia de perjuicio. El voto del acreedor conflictuado debería ser decisivo¹⁰⁰⁶ para la adopción del acuerdo (art. 190.3 LSC), lo que haría decaer, entonces, el «test de resistencia» (art. 204.3.d LSC). Alternativamente, el deudor, los acreedores y la administración concursal deberían poder solicitar la suspensión *ex ante* del derecho de voto de los acreedores conflictuados (cfr. art. 190.2 LSC), lo que puede resultar un remedio desproporcionado, sin perjuicio de las evidentes dificultades prácticas.

Con todo, estas situaciones de conflicto de interés sólo parecen en el marco de una solución convencional (cuando el acreedor conflictuado tiene derecho de voto). No habría conflicto, por ejemplo, en el marco de la adjudicación de la empresa durante la fase de liquidación (sección quinta). El pago total o parcial por compensación (art. 1195 CC) no situaría al acreedor en situación de conflicto. El precio de adjudicación sería el resultado de la subasta (o, excepcionalmente, de la «venta directa» -convenio de realización-), cuyas reglas establece la administración concursal y aprueba en

¹⁰⁰⁶ Véase a este respecto el acuerdo de 17.III.2015, alcanzado por los jueces y secretarios judiciales de Barcelona, sobre aspectos procesales introducidos por la ley 31/2014, en materia de impugnación de acuerdos sociales.

última instancia el juez del concurso (art. 148 LSC). La parte del precio a compensar consiste en el porcentaje del mismo que correspondería al acreedor (de ahí la confusión *ex art. 1192.I CC*), por lo que no habría conflicto ni alteración de la *par condicio creditorum*.

1.9.2. *Conflicto de interés y homologación de acuerdos de refinanciación*

La misma cautela debería ser aplicable en sede de homologación por la vía de la impugnación del auto con base en la existencia de «sacrificio desproporcionado». En la práctica, estas situaciones suelen darse en las refinanciación de los grupos de sociedades o cuando los acreedores también reúnen la condición de socios. Determinados acreedores pueden extender la renuncia a ciertos derechos en el marco de la refinanciación de una filial a cambio de otros beneficios que esperan obtener de la dominante¹⁰⁰⁷. Sin embargo, la única resolución que ha analizado esta cuestión hasta la fecha ha señalado que este motivo de impugnación no puede subsumirse en los motivos tasados de impugnación del auto de homologación¹⁰⁰⁸.

1.10. *Cuestiones y propuestas de lege ferenda (VII). Ampliación del círculo de legitimados para pedir la liquidación*

Por último, se propone ampliar el número de sujetos legitimados para solicitar la apertura de la fase de liquidación, incluyendo a los acreedores (con un apoyo mínimo del veinte por ciento del pasivo). En todo caso, se daría trámite de alegaciones al deudor, a la administración concursal y al resto de acreedores personados. El órgano jurisdiccional debería motivar la decisión de apertura atendiendo (por este orden) a

¹⁰⁰⁷ Sea una sociedad titular de un determinado paquete accionario que ha pignorado para la seguridad de un crédito sindicado, donde una «mayoría interna» del 80 por ciento es además acreedora de la sociedad dominante del grupo (en cuantía relevante). La sociedad dominante necesita nuevos fondos para poder acometer la reestructuración. Los mismos acreedores que representan el 80 por ciento del sindicado de la filial están dispuestos a otorgar esos nuevos fondos a cambio de una prenda de primer rango sobre aquel paquete accionario. Si la mayoría del sindicado vota a favor de la liberación de la prenda, aunque no habría desproporción atendiendo a que todos los acreedores se ven desprovistos de esta garantía, es evidente que lo hace en contraprestación de unos beneficios (la nueva prenda) que no resultan accesible a la minoría disidente. Más problemático es este mismo caso si se ofrece la posibilidad de conceder la nueva financiación a todos los acreedores del sindicado (aunque no se daba la situación del grupo de sociedades, véase la sentencia del Juzgado de lo Mercantil número 3 de Barcelona, de 29.VII.2014 (JUR 2014, 234953; ponente: José María Fernández Seijo).

¹⁰⁰⁸ Sentencia del Juzgado de lo Mercantil número 10 de Barcelona de 29.XI.2016 (núm. 374/2015; ponente: Manuel Ruiz de Lara), fundamento de derecho cuarto.

(i) la máxima satisfacción del interés de los acreedores; (ii) la continuidad de la actividad empresarial; y (iii) el mantenimiento de los puestos de trabajo.

Sin embargo, los acreedores no dispondrían de esta facultad durante la fase de cumplimiento de convenio (salvo en el caso de incumplimiento o insolvencia sobrevenida *ex art. 142.2 LC*). Y ello por tres razones. Primero, el proponente debería haber acreditado la bondad del convenio frente a la liquidación¹⁰⁰⁹. Segundo, esta facultad podría exacerbar el problema de acción colectiva debido a comportamientos oportunistas resultantes de la cesión del crédito. Tercero, se trataría de una suerte de causa de oposición no contemplada a favor de los acreedores que se ejercitaría, además, tras la aprobación judicial del convenio.

2. Concreción del remedio a disposición de la disidencia

La cuestión que se analiza a continuación es el tipo de remedio del que debería disponer la minoría disidente en caso de oposición exitosa a la solución convencional aprobada por la mayoría oportuna. Caben esencialmente dos posibilidades: (i) reconocimiento de una suerte de derecho de separación a los acreedores disidentes; o (ii) privación de efectos de la solución aprobada mayoritariamente.

2.1. *Oposición a la aprobación judicial del convenio por motivos de oportunidad. Causas tasadas y consecuencias*

En el marco del concurso, la voluntad mayoritaria de los acreedores es condición necesaria pero no suficiente para la aprobación judicial del convenio¹⁰¹⁰. La administración concursal y la minoría que no asista a la junta, vote en contra o sea privada ilegítimamente del derecho de voto pueden oponerse a la aprobación judicial del convenio. Ahora bien, las causas de oposición están tasadas. Al margen de la observancia (i) de las normas sobre el contenido del convenio (que incluye la prohibición de maniobras que afecten a la paridad de trato); (ii) de la forma y el contenido de las adhesiones; y (iii) de las reglas sobre tramitación escrita o de la constitución de la junta y de su celebración, la Ley Concursal únicamente contempla una causa de oposición basada en la conveniencia, oportunidad o bondad del convenio como solución eficiente frente a la insolvencia: la «inviabilidad objetiva» de

¹⁰⁰⁹ *Vid. Supra VIII.2.4.*

¹⁰¹⁰ Véase, por todos, Díaz Moreno, A. «Comentario del artículo 128», en la obra colectiva *Comentario de la Ley Concursal, op. cit., passim.*

su cumplimiento. Esta causa de oposición puede ser alegada por la administración concursal o por acreedores disidentes que representen, al menos, el 5 por ciento de los créditos ordinarios¹⁰¹¹. Aun siendo criticable, no cabe formular oposición a la aprobación del convenio con base en otras razones de oportunidad (por ejemplo, porque la expectativa de recuperación en sede de liquidación supondría un mejor resultado para los acreedores)¹⁰¹². Tampoco se exige al proponente la acreditación de la bondad de la propuesta frente a otras posibles soluciones, ni constituye una causa de oposición admitida por la Ley Concursal.

La consecuencia de la apreciación de la inviabilidad objetiva del convenio es el fracaso de la solución aprobada por la mayoría de los acreedores. Esta patología deslegitima la voluntad mayoritaria de los acreedores, puesto que representaría un sacrificio desproporcionado para la minoría disidente. La alternativa, una suerte de derecho de separación que habilitaría a obtener la recuperación esperada en sede de liquidación, sería contrario a las reglas imperativas de prelación de pagos y a la *par condicio creditorum*. Además, podría comprometer la aprobación del convenio, pues la conducta racional residiría en alegar este motivo de oportunidad para obtener el pago correspondiente, desvinculándose del concurso (cobrarían más y antes que los de su misma clase). Sin embargo, el artículo 15.4 de la Propuesta de Directiva de 22.XI.2016 (concebido para la homologación)¹⁰¹³ permite establecer, como alternativa a la ineficacia del convenio, que los disidentes puedan ser resarcidos con cargo a la masa o contra la mayoría de acreedores que votaron a favor de la propuesta.

2.2. Impugnación de la homologación del acuerdo de refinanciación. Consecuencias para la parte actora. ¿Extensión a otros acreedores?

El remedio a disposición de la disidencia no debería ser necesariamente el mismo en la homologación cuando la causa de impugnación se basa en el carácter desproporcionado del sacrificio exigido. Aunque la homologación es un

¹⁰¹¹ A pesar de la discordancia fruto de la vorágine reformista del legislador, cabe sostener que esta misma causa de oposición puede ser alegada por acreedores de créditos privilegiados que resulten vinculados por la mayoría oportuna de acreedores con base en el artículo 134.3 de la Ley Concursal.

¹⁰¹² Con todo, el deudor puede oponerse a la aprobación judicial del convenio propuesto por los acreedores mediante la solicitud de apertura de la fase de liquidación (art. 128.3 LC).

¹⁰¹³ *Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on preventive restructuring frameworks, second chance and measures to increase the efficiency of restructuring, insolvency and discharge procedures and amending Directive 2012/30/EU* (expositivo 32 y artículo 15.4(b)).

procedimiento judicial de insolvencia (cfr. Reglamento 2015/848), el ámbito de aplicación subjetivo está restringido a los acreedores titulares de créditos financieros. Además, el carácter desproporcionado del sacrificio exigido se analiza con respecto a la minoría disidente que impugna el auto de homologación (y no respecto a la totalidad de la disidencia). Por lo tanto, como alternativa a la ineficacia del acuerdo de refinanciación acordado por la mayoría, cabría reconocer un remedio individual a favor de la minoría disidente. No se trataría de un derecho de separación (en el caso del «*best-interests test*», mediante la entrega de la recuperación esperada en caso de liquidación¹⁰¹⁴), sino del derecho a quedar desvinculado de acuerdo de refinanciación. La doctrina se ha postulado a favor de reconocer este derecho a la «desvinculación» en atención a la valoración del carácter desproporcionado del sacrificio exigido¹⁰¹⁵.

La cuestión, entonces, es si los acreedores disidentes que reúnen las mismas características que el disidente pueden solicitar la «extensión» de los efectos de la sentencia que estima la impugnación del auto de homologación. Al respecto, sabido es que la doctrina jurisprudencial del «efecto expansivo» permite extrapolar los efectos de la estimación del recurso por causas objetivas al resto de acreedores o deudores solidarios (arts. 1141 y 1148 CC)¹⁰¹⁶. Sin embargo, salvo que se diera un supuesto de solidaridad activa, no habría base sustantiva ni procesal para reconocer «efectos expansivos» a la sentencia estimatoria del incidente de impugnación del auto de homologación. En particular, los contratos de financiación sindicada se rigen, por lo común, bajo el principio de la mancomunidad simple o parciariedad, por lo que ni siquiera el resto de la minoría disidente dentro del sindicado debería aprovechar estos efectos. Por otro lado, las obligaciones dinerarias son naturalmente divisibles, salvo pacto en contrario, por lo que no habría indivisibilidad en la prestación (art. 1138 CC). Rige, por tanto, el principio general de que no cabe favorecer a quien no impugna ni se adhiere al incidente de impugnación, ni es posible entrar a conocer cuestiones consentidas por quien se aquieta¹⁰¹⁷.

¹⁰¹⁴ Véase, no obstante, el expositivo 32 y el artículo 15.4(b) de la Propuesta de Directiva de 22.XI.2016.

¹⁰¹⁵ Véase, entre otros, Sancho, I. «Homologación, eficacia, impugnación y rescisión de los acuerdos de refinanciación», *op. cit.*; y Azofra, F. *La homologación judicial de acuerdos de refinanciación*, *op. cit.*, página 120.

¹⁰¹⁶ Véase las sentencias del Tribunal Supremo (sala primera), de 3.III.2011 (RJ 2011, 2623; ponente: Juan Antonio Xiol) y 4.X.2011 (RJ 2011, 6703; ponente: Juan Antonio Xiol). Asimismo, recientemente, la sentencia de 5.IV.2016 (JUR 2016, 75819; ponente: Ángel Fernando Pantaleón).

¹⁰¹⁷ Véase en este sentido la sentencia del Juzgado de lo Mercantil número 10 de Barcelona de 29.XI.2016 (núm. 374/2015; ponente: Manuel Ruiz de Lara). En el fundamento de derecho primero se recuerda, además, que un acreedor no puede impugnar en nombre de otros a salvo de una disposición atributiva de legitimación extraordinaria (art. 10.II LEC).

En todo caso, la mayoría negociará por lo general la inclusión de una condición resolutoria explícita en el acuerdo de refinanciación. De este modo, el acuerdo devendrá ineficaz, con efectos *ex tunc*, si hay disidentes que queden desvinculados del mismo cuyos créditos financieros alcancen un umbral determinado.

3. Límites al ejercicio abusivo de los derechos de la minoría

La última cuestión objeto de análisis es la posible limitación de los derechos de la minoría cuando su ejercicio puede ser abusivo (cfr. art. 7.1 CC). ¿Todo acreedor debería tener legitimación para oponerse a la aprobación judicial del convenio? ¿O cabría restringir este derecho político a quien mantuviera un interés económico realizable frente al deudor?

La cuestión no plantea dudas en el marco de la alegación del «*best-interests test*», pues el disidente necesariamente debe acreditar que obtendría una mayor recuperación en un escenario de liquidación. La cuestión también es incontrovertida, respecto al «*cross-class cramdown*», la impugnación a cargo de una clase disidente sobre la base de una mayor valoración de la empresa (atendiendo a que el límite de la recuperación de las clases preferentes es, lógicamente, el nominal del crédito, la clase disidente reclama cierta recuperación sobre la base de que el valor de la empresa es superior al indicado en la propuesta). Mucho más discutible es la situación donde una clase disidente, que no obtendría ningún tipo de recuperación bajo la propuesta (e.g. socios), alega la inobservancia de la «*absolute priority rule*» para impedir que las clases que han votado a favor de la propuesta (aquellas cuyos miembros tienen además un interés económico realizable), puedan conceder a los acreedores subordinados una participación en el capital social (acaso para incentivar su adhesión a la propuesta y así reducir costes de litigación). Aunque formalmente se incumpliría dicha regla, que es *condicio sine qua non* para el «*cross-class cramdown*», los socios no obtendrían ningún tipo de recuperación en uno u otro caso¹⁰¹⁸.

El extremo contrario es la oposición a la aprobación judicial del convenio, por quien no obtendría ningún tipo de recuperación en la liquidación del deudor, con base en (i) la inviabilidad objetiva de la propuesta de convenio; (ii) el contenido del convenio; (iii) la forma o el contenido de las adhesiones; o (iv) las reglas de tramitación escrita, la constitución de la junta o su celebración. En lugar de atribuir legitimación activa,

¹⁰¹⁸ Vid. *Supra* VI.3.1.

junto a la administración concursal, a todos los acreedores que no asistieron a la junta, que hubieran votado en contra o que hubieran sido privados de voto, ¿debería acreditar el acreedor impugnante que ostenta un interés económico realizable frente a al deudor? Esa carga podría equipararse, en sede societaria, al «*carácter esencial o determinante de los motivos de impugnación*» (art. 204.3.II LSC).

Pues bien, la Ley Concursal ya limita la alegación de la inviabilidad objetiva del convenio a los acreedores que ostenten un 5 por ciento de los créditos ordinarios. Además, sería conveniente que se estableciera expresamente el «test de resistencia» (art. 204.3.d LSC) en cuanto a la alegación sobre «la forma o el contenido de las adhesiones». Y dado que no se alteraría la legitimación activa de la administración concursal (ni su responsabilidad en caso de actuación negligente), cabría exigir, en todo caso, la acreditación de que el acreedor disidente ostenta un interés económico realizable frente a la sociedad (pero sin tratarlo como una cuestión incidental de previo pronunciamiento *ex art. 390 LEC* a efectos de no dilatar el proceso). Dicho de otro modo, la impugnación debería incluir siempre la alegación de que la recuperación en caso de liquidación sería superior a la obtenida bajo la propuesta de convenio.

Lo mismo cabría concluir respecto a la impugnación del auto de homologación: (i) inclusión del «test de resistencia»; y (ii) acreditación de la realizabilidad del interés del acreedor cuando se alegue el carácter desproporcionado del sacrificio exigido (salvo que se trate de un acreedor cuyo crédito no debe ser considerado «pasivo financiero»).

IX. La presunción de culpabilidad por la negativa irrazonable para capitalizar créditos como solución del problema de gobierno corporativo de la empresa en crisis

1. Nueva presunción de culpabilidad aplicable a socios y administradores

El preámbulo (expositivo II) de la Ley 17/2014, de 30 de septiembre, por la que se adoptan medidas urgentes en materia de refinanciación y reestructuración de deuda empresarial (BOE de 1 de octubre)¹⁰¹⁹, establece que el objeto de la reforma es «*la mejora del marco legal preconcursal de los acuerdos de refinanciación, por constituir una de las áreas estratégicamente más relevantes en la medida en que, fruto del consenso entre el deudor y sus acreedores, pretenden la maximización del valor de los activos, evitando el concurso de la entidad, y la reducción o aplazamiento de los pasivos*».

En lugar de establecer dos marcos claramente diferenciados de gobierno corporativo de la empresa en crisis (el societario y el concursal), sobre cuya base los «*stakeholders*» puedan negociar un acuerdo de refinanciación, la Ley impone una «amenaza» a los socios de una sociedad de capital si ejercitan legítimamente los derechos que les reconoce el derecho societario. Su negativa irrazonable a la capitalización de créditos o a una emisión de valores o instrumentos convertibles, frustrando con ello «*la consecución de un acuerdo de refinanciación*», se introduce como nueva presunción *iuris tantum* de dolo o culpa grave en la generación o agravación o de la insolvencia –culpabilidad– (arts. 164.1, 165.2 y 172.2.1^o LC¹⁰²⁰). Esta presunción de culpabilidad comprendería el impedimento a la conclusión del

¹⁰¹⁹ Dimanante del Real Decreto-ley 4/2014, de 7 de marzo (BOE de 8 de marzo), por el que se adoptan medidas urgentes en materia de refinanciación y reestructuración de deuda empresarial. De forma reactiva (en el sentido de correctora de la primera), véase también la Ley 9/2015, de 25 de mayo, de medidas urgentes en materia concursal (BOE de 26 de mayo), proveniente del Real Decreto-ley 11/2014, de 5 de septiembre (BOE de 6 de septiembre).

¹⁰²⁰ La conocida como «cláusula general» de calificación del concurso como culpable (art. 164.1 LC) también hace referencia, ahora, a la inclusión de los socios entre el círculo de personas potencialmente afectadas por la calificación. Con ello se ha tratado de enmendar probablemente alguna de las deficiencias apuntadas por la doctrina científica, en la medida en que, a pesar de la nueva presunción de culpabilidad, tanto el propio artículo 165 como el 164 de la Ley Concursal carecían de mención expresa a los socios en sus proposiciones iniciales. Véase García-Cruces, J.A. «Los efectos de los acuerdos de refinanciación en el concurso consecutivo: la calificación», *op. cit.*, página 194. Véase, asimismo, Ribelles, J.M^a. «La naturaleza jurídica de la responsabilidad concursal», *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal*, número 22/2015, páginas 213-221 (especialmente: página 219) y Sánchez del Cura, G. «La presunción de dolo o culpa grave por la negativa de socios a una capitalización», *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal*, número 22/2015, páginas 289-292 (especialmente: página 292).

acuerdo o su ejecución posterior¹⁰²¹. Se presume que existe causa razonable cuando un experto independiente (o la mayoría de ellos) informe sobre la «razonabilidad de la capitalización de créditos» (art. 71 bis.4 LC). La aplicación de esta nueva presunción de culpabilidad exige el reconocimiento a favor de los socios de un derecho de preferente adquisición sobre las nuevas acciones o participaciones sociales emitidas y suscritas por los acreedores (salvo en el caso de transmisiones entre sociedades del mismo grupo ex art. 42 CCo.).

En consonancia con esta nueva presunción de culpabilidad, que alcanza a la imputación subjetiva (dolo o culpa grave) y a la relación de causalidad e imputación objetiva¹⁰²², los socios entran en el círculo de sujetos susceptibles de ser consideradas como personas afectadas por la calificación (art. 172.2.1º LC) «*en función de su grado de contribución a la formación de la mayoría necesaria para el rechazo del acuerdo*». Sin perjuicio de los pronunciamientos necesarios de la sentencia de calificación (arts. 172.2.2º y 3º LC), el juez del concurso puede condenar a socios y administradores al pago total o parcial del fallido concursal en caso de apertura de la sección sexta como consecuencia de la apertura de la fase de liquidación. Para ello, se exige que dicha conducta, además de motivar la calificación del concurso como culpable, haya contribuido a generar o agravar la situación de insolvencia (art. 172 bis.1 LC).

Desde la perspectiva de los administradores, el artículo 172.2.1º.II de la Ley Concursal establece que «*la presunción contenida en el artículo 165.2 no resultará de aplicación a los administradores que hubieran recomendado la recapitalización basada en causa razonable, aun cuando ésta fuera rechazada posteriormente por los socios*». Se trata de una causa de exoneración (un «*safe harbor*»).

2. Ratio de la nueva presunción de culpabilidad

La doctrina científica ha criticado este precepto alegando que «*existe el riesgo de que los administradores estimulen la aprobación de un acuerdo con los acreedores, con el mero interés de liberarse de sus responsabilidades, incluso aunque ello fuese en*

¹⁰²¹ Véase Marín de la Bárcena, «Observaciones a las propuestas de interpretación de la reforma de la Ley Concursal 2014 en materia de calificación culpable del concurso», publicado en prensa *online*, páginas 1 a 7 (especialmente: página 2).

¹⁰²² Véase, entre otras, las sentencias de la sala primera del Tribunal Supremo, de 1.IV.2014 (RJ 2014, 2159; ponente: Rafael Sarazá) y 7.V.2015 (JUR 2015, 146863; ponente: Rafael Sarazá).

detrimento de los intereses de los socios»¹⁰²³. Sin embargo, la *ratio legis* de esta previsión, conforme a la tesis expuesta en este trabajo, es la contraria. En situaciones de insolvencia donde el valor razonable de la empresa sea inferior al pasivo exigible, existe una situación de conflicto de interés entre socios y acreedores porque el interés de los primeros no se encuentra alineado con el interés social. La alineación de incentivos de socios y administradores convierte este conflicto de interés en un problema de agencia.

Por tanto, más que actuar en contra del interés de los socios, los administradores que promuevan la celebración del acuerdo de refinanciación se estarán guiando por el interés social. El «*safe harbor*» del artículo 172.2.1º.II de la Ley Concursal confirma la ausencia de responsabilidad frente a la sociedad y los acreedores de los administradores que facilitan la capitalización de créditos. También debería servir como excepción frente a acciones individuales de los socios, en la medida en que los administradores, actuando de este modo, no sólo respetarían el derecho positivo en vigor (arts. 165.2 y 172.2.1º.II LC), sino que estarían cumpliendo con sus deberes fiduciarios al promover el interés social por encima de los particulares de los socios. Cuestión distinta es que la Ley no haya establecido un mecanismo para comprobar este potencial desalineamiento entre los incentivos de los socios y el interés social (para lo que la valoración de la empresa se revela como el elemento clave).

3. Análisis crítico de la técnica en la elaboración de la presunción de culpabilidad

La solución ensayada para resolver el problema del gobierno corporativo de la empresa en crisis plantea una serie de cuestiones que pueden limitar en gran medida su aplicabilidad práctica.

En primer lugar, la Ley Concursal no establece ninguna excepción respecto a las reglas de constitución de la junta general, por lo que, atendiendo a la materia (reforma estatutaria), el quórum para la válida constitución de la junta general de accionistas sigue siendo el de los «casos especiales» *ex* artículo 194 de la Ley de

¹⁰²³ Véase, por ejemplo, Recalde, A. «Los acuerdos de refinanciación mediante la conversión de deudas en capital», Anuario de Derecho Concursal, número 33, páginas 85 a 110 (especialmente: página 105).

Sociedades de Capital¹⁰²⁴. La novedad introducida por la Ley Concursal es que la mayoría necesaria para la aprobación del acuerdo de aumento de capital es la dispuesta por los artículos 198 y 201.1 de la Ley de Sociedades de Capital¹⁰²⁵ (la «mayoría ordinaria»)¹⁰²⁶. En consecuencia, las conductas de (i) inasistencia a la sesión de la junta (de modo que no haya quórum de asistencia suficiente para constituir la junta general de la sociedad anónima); o (ii) abstención (en el caso de la sociedad de responsabilidad limitada) quedarían al margen del ámbito de la presunción de culpabilidad. Atendiendo a su carácter sancionador (o limitativo de derechos), estas normas han de ser interpretadas de forma restrictiva¹⁰²⁷. Al margen de la naturaleza de la responsabilidad concursal, las medidas de inhabilitación y de pérdida de derechos asociadas necesariamente a la calificación culpable del concurso abonan esta conclusión (art. 172.2.2º y 3º LC).

En segundo lugar, la condición de persona afectada por la calificación depende del grado de contribución a la adopción del acuerdo social contrario a la capitalización (art. 172.2.1º LC). Puede ocurrir, por ejemplo, que un socio vote en contra del acuerdo, pero que, debido a su importancia relativa en el capital social, no sea

¹⁰²⁴ En el mismo sentido, por todos, Recalde, A. «Protección del socio con ocasión de los cambios de control en la sociedad deudora realizados en ejecución de acuerdos de refinanciación mediante conversión de créditos en capital», *op. cit.*, quien sostiene que «*más allá de que esta omisión pudiera parecer contradictoria con el objetivo que impregna la reformar (facilitar la aprobación de estas operaciones), en el puro plano interpretativo no parece que pueda prescindirse de esta exigencia*». Por tanto, a falta de reforzamiento estatutario (art. 194.3 LSC), el quórum necesario para la válida constitución de la junta general de la sociedad anónima en primera y segunda convocatoria es, respectivamente, (i) la mitad del capital social con derecho a voto y (ii) una cuarta parte del capital social con derecho a voto).

¹⁰²⁵ Véase el apartado tercero de la disposición adicional cuarta de la Ley Concursal.

¹⁰²⁶ Así, en el caso de la sociedad anónima, el acuerdo resultará aprobado con la mayoría simple de los votos de los accionistas presentes o representados en la junta (art. 201.1 LSC). Y en el caso de la sociedad de responsabilidad limitada, la aprobación del acuerdo requerirá recabar la mayoría de los votos válidamente emitidos, en la medida en que representen al menos un tercio de los votos correspondientes a las participaciones sociales en que se divida el capital social. Sin embargo, Fernández del Pozo, L. «El envilecimiento de la posición del socio en la capitalización preconcursal de créditos bajo el Real Decreto-ley 4/2014», *La Ley mercantil*, número 1, abril de 2014, págs. 56-73, (especialmente: página 71), parece sugerir que la mayoría exigida será de dos tercios del capital presente o representado cuando la junta general se constituya en segunda convocatoria (art. 194.2 LSC).

¹⁰²⁷ En contra, Marín de la Bárcena, F. «Obstaculización de acuerdos de refinanciación y calificación culpable del concurso», publicado en prensa *online*, páginas 1 a 5 (especialmente: página 3), quien considera que la falta de asistencia a la junta para impedir la concurrencia del quórum necesario para su válida constitución también desencadenaría la aplicación de la presunción de culpabilidad. García-Villarrubia, M. «¿En qué supuestos podrá el socio negarse razonablemente a capitalizar su crédito en un acuerdo de refinanciación?; ¿podrá un acreedor negarse a capitalizar su crédito en el convenio?», *El Derecho. Revista de Derecho Mercantil*, nº 37, 2016, considera, asimismo, que la conducta del socio puede ser activa (voto contrario a la capitalización) o pasiva (por ejemplo, ausencia del socio mayoritario que impide la constitución de la junta general).

considerado como «persona afectada por la calificación» (cfr. art. 204.3.d LSC)¹⁰²⁸. Por tanto, no toda sentencia de calificación culpable sobre la base de aquella presunción extenderá la consideración de personas afectadas por la calificación a los socios que votaran en contra del acuerdo de aumento de capital por compensación de créditos. La presunción (no desvirtuada) es condición necesaria pero no suficiente.

En tercer lugar, sin perjuicio de los efectos asociados a los pronunciamientos necesarios de la sentencia declarativa de concurso culpable (art. 172.2.2º y 3º LC), la condena al déficit concursal no debería tener lugar cuando se solicitara la declaración de concurso de forma inmediata como alternativa al acuerdo de refinanciación (pues difícilmente se podrá haber contribuido a generar o agravar la situación de insolvencia *ex art. 172 bis.1 LC*)¹⁰²⁹. En todo caso, es criticable que los socios puedan resultar inhabilitados para administrar bienes ajenos o representar a personas (art. 172.2.2º LC). Se trata de un efecto naturalmente asociado a los administradores o liquidadores (y ahora directores generales) que puedan ser considerados como «persona afectada por la calificación». Por ello, aunque se trate de un pronunciamiento necesario de la sentencia (art. 172.2 LC), resulta cuestionable que la sanción de la inhabilitación se extienda a los socios, en atención a la conducta que ha podido motivar semejante consideración (arts. 164.1, 165.2 y 172.2.2º LC)¹⁰³⁰.

En cuarto lugar, a propósito del derecho de preferente adquisición (art. 165.2.II LC), esta restricción a la libre transmisibilidad de las acciones sólo es válida cuando se trata de acciones nominativas (arts. 113.1 y 123.1 LSC) o de anotaciones en cuenta

¹⁰²⁸ García-Villarrubia, M. «¿En qué supuestos podrá el socio negarse razonablemente a capitalizar su crédito en un acuerdo de refinanciación?; ¿podrá un acreedor negarse a capitalizar su crédito en el convenio?», *op. cit.*, es de la misma opinión.

¹⁰²⁹ Recalde, A. «Los acuerdos de refinanciación mediante la conversión de deudas en capital», *op. cit.*, página 104, quien sostiene que: «la falta de impulso a la capitalización por sí sola ni crea ni agrava la situación; simplemente deja las cosas en el mismo estado en que se encontraban. Por lo tanto, el mero rechazo al aumento, no puede considerarse que origine o agrave la insolvencia». Véase, asimismo, Ribelles, J.M^a. «La naturaleza jurídica de la responsabilidad concursal», *op. cit.*, página 220: «la negativa injustificada a una ampliación de capital no puede vincularse directamente con la generación o agravación de la insolvencia, que obedecerá siempre a otras causas distintas, sino con la pervivencia de esta situación de insolvencia previa que, por la actuación del deudor, no será superada». Y concluye en la página 221 que «no parece que se pueda condenar al socio a pagar el crédito no compensado o por el importe de los valores que no se han emitido».

¹⁰³⁰ No obstante, Ribelles, J.M^a. «La naturaleza jurídica de la responsabilidad concursal», *op. cit.*, página 221, entiende que la interpretación literal de la norma puede ser contraria a su finalidad.

(art. 118.2 LSC)¹⁰³¹. En el caso de las sociedades de responsabilidad limitada, es superflua la mención a la posibilidad de exclusión del derecho de adquisición preferente en los casos de transmisión entre sociedades del mismo grupo (art. 107.1 LSC)¹⁰³².

En quinto lugar, desde la perspectiva de los administradores, el artículo 172.2.1º.II de la Ley Concursal únicamente establece una causa de exoneración, indicando que los administradores no serán considerados «persona afectada por la calificación» por esta causa, siempre que «recomienden la recapitalización basada en causa razonable», aunque la junta general no acuerde el aumento de capital posteriormente (arts. 286 y 301.2 LSC). La Ley guarda sin embargo silencio respecto a otras posibles conductas de los administradores: (i) la falta de convocatoria de la junta general (ante la falta de legitimación de los acreedores para ello *ex arts.* 166 a 168 LSC¹⁰³³); (ii) la no inclusión del asunto entre los puntos del orden del día a tratar (art. 174 LSC); o (iii) la emisión de un informe contrario a la capitalización de créditos (arts. 286 y 301.1 LSC). Dado que el principio de legalidad impide el establecimiento de presunción *iuris tantum sensu contrario* (art. 385 LEC), para considerar al administrador como «persona afectada por la calificación» con base en estos hechos deberá acudir a la cláusula general del artículo 164.1 de la Ley Concursal¹⁰³⁴.

Además, el deudor que se halla en situación de insolvencia actual tiene el deber de solicitar su declaración de concurso en un plazo de dos meses (arts. 2.2, 5.1 y 165.1.1º LC), por lo que poco cabrá reprochar al órgano de administración que solicita la declaración de concurso conforme a dicho deber en lugar de promover la consecución del acuerdo de refinanciación. No existe ningún deber de negociar con los acreedores financieros profesionales para evitar la declaración de concurso. En todo caso,

¹⁰³¹ Véase Fernández del Pozo, L. «El envilecimiento de la posición del socio en la capitalización preconcursal de créditos bajo el Real Decreto-ley 4/2014», *op. cit.*, página 19, quien también se cuestiona sobre otros aspectos, como la legitimación para el ejercicio del derecho (deberían corresponder a los socios que permanecen en la sociedad cuando se enajenan las acciones o participaciones) o el precio (según su criterio, debería ser el de enajenación al tercero extraño).

¹⁰³² *Idem.*

¹⁰³³ La única excepción reside en que los estatutos contemplen la legitimación del acreedor pignoraticio para ejercitar los derechos del socio (art. 132.1 LSC). En tal caso, si se dieran los requisitos oportunos para ello, cabría la posibilidad de solicitar la convocatoria al letrado de la administración de justicia o al registrador mercantil del domicilio social (arts. 168.II, 169.2, 170 y 171 LSC).

¹⁰³⁴ Asimismo, Marín de la Bárcena, F. «Observaciones a las propuestas de interpretación de la reforma de la Ley Concursal 2014 en materia de calificación culpable del concurso», *op. cit.*, página 6.

cuando se acuda a la vía concursal, el daño generado como consecuencia de la generación o agravación de la insolvencia será testimonial.

Con todo, las negociaciones deben hallarse en una situación muy avanzada. La emisión del informe del experto independiente marca un hito importante en la práctica. A partir de ese momento (y salvo que se recabe otro informe en sentido contrario *ex art. 71 bis.4 LC*), se presume *iuris tantum* la ausencia de causa razonable, lo que, a su vez, en caso de apertura de la sección de calificación, puede llevar a la aplicación de la presunción de culpabilidad (art. 165.2 LC). Aunque la inexistencia de causa razonable en la negativa para la capitalización de créditos puede acreditarse de cualquier otro modo, los socios constituidos en junta general pueden instruir al órgano de administración con anterioridad para que solicite la declaración de concurso en lugar de mantener las negociaciones con los acreedores (art. 161 LSC). Si no se ha suscrito un «*term sheet*» como mínimo, la aplicación de la presunción de culpabilidad es ardua.

Finalmente, en caso de situación de insolvencia renovada incluso tras la celebración del acuerdo de refinanciación, los administradores deberían solicitar la declaración de concurso para evitar la aplicación de la presunción del artículo 165.1.1º de la Ley Concursal. Por todo ello, es cuestionable que el deber de solicitar la declaración de concurso ceda a favor del deber de convocar a la junta general.

4. El contenido del informe del experto independiente sobre la razonabilidad del aumento de capital por compensación de créditos

Para la comprensión del presupuesto de la «razonabilidad» hay que partir necesariamente del potencial problema de gobierno corporativo de la empresa en crisis. Cuando el valor razonable de la empresa es inferior al pasivo exigible del deudor (cuando los socios están «*out of the money*»), surge un conflicto de interés potencial entre socios y acreedores. Los incentivos de los socios pueden desvincularse del interés social si promueven que los administradores inviertan en proyectos empresariales con valor actual neto negativo¹⁰³⁵, lo que da lugar a un problema de agencia. Del mismo modo, los socios y los administradores pueden negarse a la capitalización de créditos a pesar de que el interés económico de los primeros no es realizable.

¹⁰³⁵ Vid. *Supra* II.3 y V.2.

4.1. *Idoneidad del acuerdo de refinanciación y de la capitalización de créditos para remover la situación de insolvencia*

El primer elemento a considerar por el experto independiente es la idoneidad del acuerdo de refinanciación para superar la situación de insolvencia a corto y medio plazo (cfr. art. 71 bis.1.a y disp. ad. 4^a.1 LC). Este análisis debe basarse en el carácter razonable y realizable del plan de viabilidad (art. 71 bis.4 LC). Además, el experto independiente debe abordar la necesidad de la capitalización de créditos para reducir el endeudamiento y reforzar el patrimonio neto del deudor como mecanismo idóneo para cumplir con dicho plan de viabilidad. Este primer elemento del análisis puede calificarse como la «*idoneidad del acuerdo de refinanciación y de la capitalización de créditos para remover la situación de insolvencia*».

4.2. *Legitimidad para determinar si la conclusión y ejecución del acuerdo de refinanciación, junto con la capitalización de créditos, resultan en el mejor interés de la sociedad*

El segundo elemento del análisis es la valoración de la empresa y su comparación con el endeudamiento. El informe debe manifestarse indirectamente sobre la «legitimidad» de socios para adoptar las decisiones oportunas para poner fin a la situación de insolvencia, atendiendo a si su interés económico es o no realizable en vista del valor razonable de la empresa y del pasivo exigible¹⁰³⁶. Este segundo elemento del análisis se refiere, así, a la «*legitimidad para determinar si la conclusión y ejecución del acuerdo de refinanciación, junto con la capitalización de créditos, resultan en el mejor interés de la sociedad*».

En contra de lo que ha venido a afirmar parte de la doctrina científica¹⁰³⁷, la razonabilidad del acuerdo no radicaría (al menos, no únicamente) en su justificación

¹⁰³⁶ En este sentido, Marín de la Bárcena, F. «Obstaculización de acuerdos de refinanciación y calificación culpable del concurso», *op. cit.*, página 3, afirma que, «*en línea de principio, cuando los socios carezcan de un interés económico real en la operación por encontrarse la sociedad en situación de insuficiencia patrimonial, ninguna oposición podrá considerarse razonable*».

¹⁰³⁷ García-Cruces, J.A. «Los efectos de los acuerdos de refinanciación en el concurso consecutivo: la calificación», *op. cit.*, página 189. Ribelles, J.M^a. «La naturaleza jurídica de la responsabilidad concursal», *op. cit.*, considera, por su parte, que «*por negativa razonable habrá que entender aquellas ampliaciones que impliquen un sacrificio desproporcionado o cuando no sean necesarias para la consecución del acuerdo*». Véase también Navarro, M^a del Sagrario y Manzanque, M. «Refinanciaciones y capitalización de deuda: una aproximación económico jurídica», *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal*, número 21/2014, páginas 171-184 (especialmente: página 183), donde critican que el experto independiente sea capaz de establecer razonablemente la razonabilidad de la capitalización.

conforme al plan de viabilidad, de modo que la capitalización de créditos es hábil para superar la situación de insolvencia, sino, antes bien, en que la decisión legítima sobre esta decisión ya no recae sobre los socios, sino sobre los acreedores. Al fin y al cabo, se establece una «amenaza» en contra de los socios que ejercitan legítimamente sus derechos políticos conforme al derecho societario.

La finalidad de la norma es reconocer este conflicto de interés que puede tener lugar entre socios y acreedores, facilitando la labor del órgano de administración en su deber de actuar diligentemente en pos del interés social (que no varía, con independencia de la identidad de los «*residual claimants*»). Y esa labor facilitadora se encomienda, como no podía ser de otra manera, a un experto independiente, porque el conflicto de interés deriva de un problema económico-financiero. Se trata de un problema de valoración. La «legitimidad» en el ejercicio de los derechos políticos para determinar discrecionalmente qué solución ha de seguir la sociedad para superar sus problemas financieros (por tener incentivos alienados con interés social) corresponde a los socios o a los acreedores¹⁰³⁸ (atendiendo a su condición de «*residual claimants*»), dependiendo de si el valor empresarial ha quedado diluido a una cifra inferior al pasivo exigible (cfr. arts. 74.2 y 240 LSC)¹⁰³⁹.

El artículo 165.2 de la Ley Concursal indica que «*si hubiere más de un informe, deberían coincidir en tal apreciación (negativa sin causa razonable) la mayoría de los informes emitidos*». Esta previsión es consistente con la legitimación atribuida en el artículo 71 bis.4 de la Ley Concursal para solicitar la emisión del informe del experto independiente, que recae sobre el deudor y sobre los acreedores. Lo que es

¹⁰³⁸ En todo caso, los acreedores no ven reconocido derecho político alguno. Lo que la Ley hace es deslegitimar a los socios, imponiéndoles la amenaza de las consecuencias que se pueden anudar a su consideración como «persona afectada por la calificación». Es precisamente la debilidad de este remedio, junto con las razones descritas en este sub-apartado (sistemáticas) y las que se exponen a continuación (de política legislativa), lo que lleva a criticar la solución adoptada por el legislador para paliar este conflicto de interés entre socios y acreedores.

¹⁰³⁹ García-Villarrubia, M. «¿En qué supuestos podrá el socio negarse razonablemente a capitalizar su crédito en un acuerdo de refinanciación?; ¿podrá un acreedor negarse a capitalizar su crédito en el convenio?», *op. cit.*, señala que cabe extender a los socios la excepción del sacrificio desproporcionado (no a la hora de impugnar el auto de homologación, sino en el marco de la sección sexta del eventual concurso consecutivo). Villena, B. y Nieto, C. «Capitalización de deuda y calificación concursal tras el Real Decreto-ley 4/2014», *Diario La Ley*, nº 8357, 18 de julio de 2014, página 5 indican que la razonabilidad «deberá analizarse desde el punto de vista del deudor, de sus socios y gestores», por lo que, indirectamente, también rechazarían limitar el análisis de la razonabilidad al primer punto del informe (idoneidad para remover la situación de insolvencia a la luz del análisis del plan de viabilidad). Pulgar, J. «*Impugnación de acuerdos sociales abusivos y reestructuración societaria homologada*», *Revista de Derecho de Sociedades*, número 44, enero-junio de 2015, también sostiene la existencia de elementos adicionales que pueden contribuir a destruir la presunción del artículo 165.2 de la Ley Concursal, por no ser la oposición de los socios irrazonable.

más discutible es la regla de la mayoría, en lugar de la valoración posterior de la prueba conforme a las reglas generales. El número de informes periciales deficientes no hace mejorar su calidad¹⁰⁴⁰. Puede ocurrir que un informe de valoración de la empresa, basado en multiplicadores de EBITDA, resulte «favorable» para los socios, mientras que otro, fundamentado en un modelo de descuento de flujo de caja libre futuro, arroje una valoración que otorga la condición de «*residual claimants*» a favor de los acreedores.

El dictamen emitido por el experto independiente debería ser contrario a la razonabilidad del acuerdo de refinanciación cuando, a pesar de la situación de insolvencia, el valor razonable de la empresa es superior al pasivo exigible¹⁰⁴¹. Entonces, los socios ostentan todavía un interés legítimo para oponerse a la capitalización de créditos. Los socios siguen asumiendo el riesgo y ventura empresarial, ya que los acreedores todavía no reúnen la condición de «*residual claimants*». La junta general es soberana para elegir discrecionalmente cuál es la solución óptima para solucionar la situación de insolvencia (cfr. art. 226.1 LSC).

Aunque la capitalización de los créditos pueda ser la solución óptima para superar la situación de insolvencia (primer punto del informe), la oposición de los socios obedece a una causa razonable cuando todavía tienen un interés económico realizable aunque su alternativa no sea la que maximice el interés social (segundo punto del informe)¹⁰⁴². Sin duda, la capitalización de créditos es beneficiosa para la sociedad, pues permite cancelar deuda y liberar recursos para otros fines. Ahora bien, el acuerdo contrario a adoptar la decisión óptima no es necesariamente contrario al interés social.

¹⁰⁴⁰ Por otro lado, como sostiene García-Cruces, J.A. «Los efectos de los acuerdos de refinanciación en el concurso consecutivo: la calificación», *op. cit.*, página 189, «resta la duda de qué alcance tiene esta exigencia de coincidencias de los diversos informes emitidos, en particular, cuando la justificación que ofrezcan los diferentes informes obedezca a razones distintas y medien discrepancias entre ellos».

¹⁰⁴¹ Villena, B. y Nieto, C. «Capitalización de deuda y calificación concursal tras el Real Decreto-ley 4/2014», *op. cit.*, página 5, sostienen, con otros términos, que «también será razonable negarse a la capitalización cuando permita a los acreedores asumir una posición de dominio sobre una compañía cuyos activos tengan un valor claramente superior al del pasivo exigible y este último pueda ser atendido recurriendo a la dación en pago de una parte del patrimonio social».

¹⁰⁴² Véase Paz-Ares, C. «La anomalía de la retribución externa de los administradores», *op. cit.*, página 25, donde señala, a propósito del interés social, que, «*siendo un concepto esencialmente contestable, el interés social no puede definirse sustantivamente, sino procesalmente: el interés social es el que en cada ocasión determina la mayoría de los accionistas mediante la agregación de preferencias individuales (...)*».

Por esta razón, aun siendo impugnabile el acuerdo negativo¹⁰⁴³ por no disponer de otro remedio especial¹⁰⁴⁴, los acreedores no deberían ver prosperar en este escenario la acción de impugnación del acuerdo social (art. 206.1 LSC). Carecerían del «interés legítimo» que constituye el presupuesto de su legitimación para impugnar los acuerdos sociales (art. 206.1 de la Ley de Sociedades de Capital). El remedio idóneo para tutelar su interés frente a soluciones sub-óptimas sería el contractual (mecanismos de «*creditor governance*»)¹⁰⁴⁵ o el concursal (legitimación para solicitar la declaración de concurso necesario).

4.3. *Razonabilidad de la ecuación de canje: determinación de la prima de emisión o de asunción*

Finalmente, cabe plantear si el experto independiente debería pronunciarse sobre la razonabilidad de la ecuación de canje (sobre la prima de emisión o asunción establecida en relación con las nuevas acciones o participaciones sociales). La cuestión de la prima es relevante porque, sin perjuicio del derecho de preferente adquisición (art. 165.2 LC), los socios carecen de derecho de asunción o suscripción preferente en la ampliación de capital por compensación de créditos (art. 304.1 LSC). Cabría denominar este tercer y último elemento de análisis, a cargo del experto independiente, como la «*razonabilidad de la ecuación de canje: determinación de la prima de emisión o de asunción*».

Con independencia de que el concurso pueda ser calificado como culpable, sobre la base de la presunción del artículo 165.2 de la Ley Concursal, la determinación de la consideración de los socios como «persona afectada por la calificación» requiere de un análisis independiente e individualizado (art. 172.2.1º LC). Sin duda, el experto independiente puede haber señalado la «*idoneidad del acuerdo de refinanciación y de la capitalización de créditos para remover la situación de insolvencia*» (primer

¹⁰⁴³ La doctrina científica más autorizada ha establecido una clasificación entre «acuerdos existentes» (acuerdos adoptados), «acuerdos inexistentes» (pero que constan formalmente como adoptados por la sociedad) y «acuerdos negativos» (propuestas de acuerdos que no han alcanzado la mayoría necesaria para su aprobación). Véase, por todos, Rojo, A. «Comentario del artículo 204», en la obra colectiva *Comentario de la Ley de Sociedades de Capital, op. cit.*, páginas 1434 a 1446 (especialmente: páginas 1436 a 1438).

¹⁰⁴⁴ Véase, por todas, las sentencia del Tribunal Supremo (sala primera), de 27.III.2001 (RJ 2001, 4767; ponente: Román García Varela) y 2.VI.2015 (JUR 2015, 170459; ponente: Ignacio Sancho). Como la apertura de la sección sexta depende de una serie de circunstancias adicionales (declaración de concurso, convenio gravoso o liquidación), podría concluirse que no hay un remedio especial a disposición de los acreedores, lo que habilitaría para impugnar el acuerdo negativo.

¹⁰⁴⁵ *Vid. Supra* V.4.

punto de análisis) y haber atribuido a los acreedores la «*legitimidad para determinar si la conclusión y ejecución del acuerdo de refinanciación, junto con la capitalización de créditos, resultan en el mejor interés de la sociedad*» (segundo punto de análisis). Pero ello no empece a que los socios puedan haberse negado razonablemente a votar a favor de la adopción del acuerdo de ampliación de capital por compensación de créditos. El ejemplo más evidente es el de la ausencia de establecimiento de una prima de asunción o emisión que permita conservar a los socios sus derechos sobre las reservas por beneficios no distribuidos que pueda haber acumulado la sociedad¹⁰⁴⁶.

Así, este tercer pronunciamiento sería útil a la hora de plantear la defensa frente a las acciones de impugnación del acuerdo social por parte de los socios minoritarios, sobre la base de su carácter abusivo (art. 204.1.II LSC). Sin embargo, esta conclusión encuentra al menos dos problemas. En primer lugar, parece incompatible la justificación de la presunción de culpabilidad (socios «*out of the money*» –segundo punto del informe–) con el reconocimiento de una prima de emisión o asunción. Si los socios carecen de un interés económico realizable no debería haber prima (a salvo del principio de autonomía de la voluntad –acaso como medida defensiva frente a impugnaciones posteriores–). Concluyendo el informe (segundo punto) que el valor razonable de la empresa es superior al pasivo exigible, la determinación de la prima es una consecuencia de esa conclusión. Ahora bien, el informe debería señalar que, pese a la razonabilidad de la capitalización para superar la situación de insolvencia (primer punto), la junta general de socios dispone de la legítima facultad para determinar, discrecionalmente, si ésta es la alternativa que tiene a bien seguir (segundo). Con ello, el riesgo de la presunción de culpabilidad desaparecería.

En segundo lugar, difícilmente puede ser abusivo el ejercicio de un derecho que también resulta perjudicial para su titular. El artículo 204.1.II de la Ley de Sociedades de Capital opera al nivel del principio de la buena fe contractual (arts. 1258 y 1666.I CC). Por eso carecen de justificación los acuerdos que, sin obedecer a una causa razonable para la sociedad, son adoptados por la mayoría en interés propio y en detrimento injustificado de la minoría disidente. En la capitalización de créditos, sin

¹⁰⁴⁶ Véase Recalde, A. «Protección del socio con ocasión de los cambios de control en la sociedad deudora realizados en ejecución de acuerdos de refinanciación mediante conversión de créditos en capital», en la obra colectiva *Acuerdos de refinanciación, convenio y reestructuración [Las reformas de 2014 y 2015 de la Ley Concursal]*, (León, F.J., dir.), Cizur Menor, Aranzadi, 2015; García-Villarrubia, M. «¿En qué supuestos podrá el socio negarse razonablemente a capitalizar su crédito en un acuerdo de refinanciación?; ¿podrá un acreedor negarse a capitalizar su crédito en el convenio?», *op. cit.*; y Villena, B. y Nieto, C. «Capitalización de deuda y calificación concursal tras el Real Decreto-ley 4/2014», *op. cit.*, página 5.

embargo, la mayoría de los socios no incurre en abuso de derecho (art. 7.2 CC) porque el acuerdo de capitalización no se adopta en beneficio propio (también resultan perjudicados por la dilución). Tampoco se tratará de un acuerdo espurio, por no responder a «una necesidad razonable de la sociedad»¹⁰⁴⁷, ya que la capitalización de créditos es siempre beneficiosa para la sociedad porque permite cancelar deuda y liberar recursos para destinarlos a usos alternativos a la cobertura del servicio de la deuda. Por tanto difícilmente cabrá hablar de acuerdos abusivos en esta sede¹⁰⁴⁸.

En definitiva, si el informe considera que es razonable la capitalización para superar la situación de insolvencia (primer punto) e indica que los socios están «*out of the money*» (segundo punto), económicamente no estaría justificado el establecimiento de una prima de emisión o asunción (tercer punto). De lo contrario, el segundo punto del informe sería erróneo y podría ser utilizado para enervar la presunción de que la capitalización obedece a una causa razonable, lo que a su vez destruiría la presunción de culpabilidad (art. 165.2 LC). Pese a ello, el establecimiento de una prima no será un resultado extraño de las negociaciones. También operará como un mecanismo de defensa para impugnaciones del acuerdo social por parte de la minoría disidente,

¹⁰⁴⁷ La sentencia de la Audiencia Provincial de Madrid (sección 28ª), de 26.X.2015 (AC 2016, 94; ponente: Alberto Arribas) –caso SOS Corporación Alimentaria S.A.–, desestima la pretensión de los socios minoritarios que impugnaron ciertos acuerdos de aumento de capital. A los efectos que aquí interesan, la minoría cuestionaba el acuerdo de revocación de otro previo, consistente en un aumento de capital con cargo a aportaciones dinerarias (0,5 € de nominal y 1,5025 € de prima), aprobado en la misma sesión de la junta donde se acordó otro aumento por compensación de créditos (idéntico coste por acción). La razón de revocar aquel acuerdo era que el importe del aumento no era suficiente para cubrir las necesidades de tesorería del plan de negocio de la sociedad. Así, junto al acuerdo de revocación, la junta había acordado tres aumentos de capital (uno con cargo a aportaciones dinerarias superiores a las del acuerdo revocado, otro por aportación de obligaciones convertibles y el último por compensación de créditos). En este segundo aumento de capital con cargo a aportaciones dinerarias, sin embargo, el precio de la acción es de medio euro, sin prima de emisión; valor inferior al valor de cotización de la acción al tiempo de celebrar la sesión de la junta general. Pues bien, la resolución indica (fundamento de derecho tercero) que no concurre motivo de anulabilidad por lesión del interés social dada la situación de pre-insolvencia de la sociedad: la ejecución del aumento de capital era condición suspensiva de la eficacia de cierto acuerdo de refinanciación, por lo que se encuentra justificación suficiente a la emisión de acciones a un precio inferior a su valor de cotización (respetándose en todo caso el derecho de suscripción preferente de los accionistas). La sentencia destaca, además, que el verdadero perjudicado fue el acreedor que compensó sus créditos a un coste tres veces superior al precio por el que todos los accionistas podrían suscribir ahora nuevas acciones. Finalmente, se recuerda que el perjuicio causado a un accionista no puede equipararse al daño producido al interés social, salvo casos de acuerdos abusivos: «*otra cosa es el carácter abusivo de un acuerdo de ampliación de capital por compensación de créditos en el que esté ausente el interés social y se busque diluir la participación de determinados socios, lo que aquí no se aprecia a la vista de la situación económica de la sociedad y la imperiosa necesidad de refinanciación. Además, el perjuicio de la demandante u otros accionistas no puede identificarse con la lesión del interés social*». Más discutible es el razonamiento del tribunal *ad quem* a propósito de la causa de la disminución del valor de mercado de la acción entre la fecha del segundo acuerdo social (1,58 €) -29.X.2010- y el 2.XII.2010 (0,6850 €). A juicio de la sala, esta caída confirma que el precio de suscripción es ajustado al valor otorgado por el mercado a la sociedad.

¹⁰⁴⁸ En contra, véase Pulgar, J. «*Impugnación de acuerdos sociales abusivos y reestructuración societaria homologada*», *op. cit.*, página 12.

sobre la base de su abusividad (lo cual es dudoso). Con todo, podría darse la paradoja de la aplicación de la presunción de culpabilidad de forma simultánea a la declaración de ineficacia del acuerdo social por otro juzgado de lo mercantil. Ambas resoluciones podrían ser erróneas al mismo tiempo.

5. Crítica de *lege ferenda*. ¿Es la responsabilidad concursal el método idóneo para paliar el conflicto de interés?

5.1. *Toma de consideración del potencial problema de gobierno corporativo de la empresa en crisis*

La reforma toma en consideración el problema de agencia que puede tener lugar entre socios y accionistas en situaciones de insolvencia (aunque sólo respecto a determinados acuerdos de refinanciación, dejando al margen los regulados en el artículo 71 *bis*.2 de la Ley Concursal y los «atípicos», a pesar de que la realidad económica puede ser la misma). La Ley Concursal toma ahora razón del conflicto de interés (y eventual problema de agencia) entre los acreedores que pretenden tomar el control y los socios que pueden verse privados del mismo y que pueden influir en las decisiones de un órgano de administración alineados con sus intereses. Reconoce que las negociaciones del acuerdo de refinanciación pueden contemplar el cambio de control de la empresa (aunque ignora el elemento clave: la valoración de la empresa). Además, es loable que el derecho de la insolvencia tome consciencia de que, incluso al margen del concurso, es perjudicial para el interés social reconocer derechos políticos a quien carece de un interés económico realizable. Sin duda, la mera existencia de esta «amenaza», a pesar de sus deficiencias técnicas, puede servir para solucionar el problema de agencia mediante el desincentivo de comportamientos oportunistas *ex ante* (aunque, hasta la fecha, no consta que se haya aplicado el art. 165.2 LC por los órganos jurisdiccionales).

5.2. *«Safe harbor», deberes de lealtad y neutralidad, la sociedad (o la empresa) como la destinataria de los deberes fiduciarios*

Es destacable el acierto en la exención de responsabilidad concursal de los administradores sociales que hubieran recomendado la capitalización basada en causa razonable, aunque (y especialmente) fuera rechazada por los socios

posteriormente (art. 172.2.1º.II LC)¹⁰⁴⁹. Por la misma razón, no deberían prosperar las acciones individuales que pudieran ejercitar los socios contra los administradores, ni siquiera cuando, atendiendo a la valoración de la empresa, la capitalización de créditos les diluya por no contemplarse una prima de emisión o asunción superior¹⁰⁵⁰.

Dicho lo anterior, la presunción de culpabilidad no encuentra justificación en los deberes fiduciarios de los administradores. El administrador alineado con los socios que se opone a la capitalización de créditos no infringe su deber de lealtad. Por más que no actué en el mejor interés de la sociedad, no hay situación de conflicto de interés transaccional¹⁰⁵¹. Esta actuación debería analizarse bajo el tamiz del deber de neutralidad. Sin embargo, tal y como está regulado este deber en derecho español, los administradores siempre podrían proponer una situación alternativa al cambio de control propuesto por los acreedores (art. 134 LMV), en la medida en que dicha alternativa patrocinada por los administradores permitiera remover la situación de insolvencia. La presunción de culpabilidad invita a descartar esta posibilidad¹⁰⁵².

5.3. *Invasión del ámbito competencial del derecho societario*

Ahora bien, esta solución también es criticable. En primer lugar, la norma es invasora porque interfiere en la estructura de gobierno corporativo del derecho de sociedades, ignorando la «solución contractual» y los mecanismos de «*creditor governance*» para paliar el conflicto de interés entre socios y acreedores¹⁰⁵³. La reforma ataca el legítimo ejercicio de los derechos de los socios al margen del concurso (asumiendo que se hallan «*out of the money*»), en lugar de «endurecer» la solución legal por

¹⁰⁴⁹ Es también loable la finalizada perseguida con la reforma del artículo 93.2.2º LC, referente a las personas especialmente relacionadas con el deudor persona jurídica: «*salvo prueba en contrario, no tendrán la consideración de administradores de hecho los acreedores que hayan suscrito el acuerdo de refinanciación previsto por el artículo 71 bis o la disposición adicional cuarta, por las obligaciones que asuma el deudor en relación con el plan de viabilidad*». Sin embargo, esta previsión se encuentra vacía de contenido, pues siempre hubiera correspondido la carga de la prueba a quien sostuviera que concurría en los acreedores la condición de administradores de hecho. No obstante, la finalidad de la norma es clara: tomar razón de que la pretensión de toma de control por parte de los acreedores obedece al conflicto de interés que tiene lugar entre socios y acreedores en la sociedad de capital, y que se recrudece en situaciones de insolvencia. Con todo, es discutible que la previsión se limite a los acuerdos de refinanciación previstos en el artículo 71 bis o a la disposición adicional cuarta, quedando al margen los acuerdos de refinanciación «atípicos».

¹⁰⁵⁰ *Vid. Supra* III.6.7 y IX.4.3.

¹⁰⁵¹ *Vid. Supra* II.1.4 y III.3.7.

¹⁰⁵² *Vid. Supra* III.4 y vi.2.8.

¹⁰⁵³ *Vid. Supra* V.4.

defecto (el concurso) para incentivar las soluciones a aquel conflicto y la consecución de acuerdos de refinanciación alternativos al propio concurso de acreedores (cuando lo permita el problema de acción colectiva). Ello no contribuye a la seguridad jurídica. Por vez primera en el derecho español, al margen del supuesto de levantamiento del velo (fraude de ley o abuso de derecho)¹⁰⁵⁴, se introduce una excepción al principio de la limitación de la responsabilidad de los socios frente a las deudas sociales a su aportación al capital social¹⁰⁵⁵. Como ha señalado la doctrina, «*por definición, la junta general es un órgano social irresponsable, de modo que por las decisiones de la junta (esto es, sus acuerdos), no cabe exigir responsabilidad alguna a los socios que los adoptaron*»¹⁰⁵⁶.

En lugar de establecer dos marcos claros de funcionamiento del gobierno corporativo de la empresa en crisis (el societario y el concursal), sobre cuya base puedan formarse *ex ante* las posturas negociadoras de un acuerdo de refinanciación, la reforma operada en la Ley Concursal impone una «amenaza» de responsabilidad a los socios de una sociedad de capital si ejercitan legítimamente los derechos que les reconoce el derecho societario¹⁰⁵⁷.

¹⁰⁵⁴ El artículo 14.1 de la Ley de Sociedades de Capital, en materia de unipersonalidad, no supone más que un ejemplo de la plasmación concreta de este principio general.

¹⁰⁵⁵ El profesor García-Cruces («Los efectos de los acuerdos de refinanciación en el concurso consecutivo: la calificación», *op. cit.*, páginas 197 y 198), denuncia la posible inconstitucionalidad de la nueva presunción de culpabilidad, con base en el derecho a la tutela judicial efectiva (art. 24 CE). «*Dado el supuesto de hecho del que se parte (la insolvencia, actual o inminente), a la deudora se le estaría impidiendo –o dificultando gravemente– recurrir al auxilio judicial e impetrar la oportuna tutela judicial solicitando la declaración de concurso. No habrá que olvidar que, en tales circunstancias, al deudor le es exigible instar el concurso (art. 5 LC), respecto del cual la posibilidad de alcanzar un acuerdo de refinanciación se configura como alternativa (art. 5 bis LC), pero no como un comportamiento debido y necesario que excluya el proceso concursal. Parece, por tanto, que el deudor ha de ser libre para adoptar esa decisión e instar el concurso o, por el contrario, para acudir a una negociación, a fin de alcanzar un acuerdo de refinanciación, con independencia de que la incorporación a éste de un pacto de capitalización de la deuda obedeciera a una “causa razonable”*».

¹⁰⁵⁶ García-Cruces, J.A. «Los efectos de los acuerdos de refinanciación en el concurso consecutivo: la calificación», *op. cit.*, páginas 197 a 200, quien también se pronuncia sobre la posible inconstitucionalidad de la norma a propósito del derecho a la tutela judicial efectiva de la sociedad (art. 24 CE), pues se le impone en aumento de capital en detrimento del concurso; del derecho de propiedad de los socios (art. 33 CE); y del derecho de libertad empresa (art. 38 CE).

¹⁰⁵⁷ Recalde, A. «Protección del socio con ocasión de los cambios de control en la sociedad deudora realizados en ejecución de acuerdos de refinanciación mediante conversión de créditos en capital», *op. cit.*, sostiene que «el desplazamiento de las normas societarias difícilmente puede justificarse en el saneamiento de la empresa, si su régimen no se sustenta sobre el presupuesto objetivo de un concurso. De ahí que los peligros de modificar o derogar las reglas típicas del derecho de sociedades se agraven en los acuerdos preconcursales de refinanciación».

Cuestión distinta es que, a partir de la caracterización de la homologación de acuerdos de refinanciación como un procedimiento judicial de insolvencia¹⁰⁵⁸, los socios puedan perder su condición de tales en la sociedad restructurada como corolario de la «*absolute priority rule*» (lo que ocurrirá cuando la valoración de la empresa sea inferior a la deuda). Como establece el artículo 11 de la Propuesta de Directiva de 22.XI.2016¹⁰⁵⁹, salvo acuerdo en contrario, en caso de que una clase imponga un acuerdo de refinanciación (o un convenio) sobre otras, deben observarse estrictamente las reglas imperativas de prelación de pagos, de modo que la condición de socio recaiga sobre los acreedores subordinados de entre todos aquellos que estén «*in the money*».

5.4. *La continuidad de la actividad empresarial como finalidad mediata del derecho de la insolvencia en los casos de «finacial distress»*

Además, es discutible la oportunidad del objetivo expreso de la reforma, a propósito de la salvación de sociedades insolventes en lugar de empresas económicamente viables. El foco de la insolvencia no es el deudor ni los socios, sino la empresa, siempre y cuando presente mayor valor como unidad económica en funcionamiento que mediante la liquidación individualizada de sus activos. El fracaso del derecho de la insolvencia no debe medirse por el número de sociedades disueltas y liquidadas, sino por el número de empresas económicamente viables cuya actividad se suspende, dando lugar a la realización individualizada de sus bienes y derechos.

El cambio en el gobierno corporativo de la empresa en crisis no tiene por qué consistir en la conversión de los acreedores en socios de la sociedad insolvente. Eso dependerá, en primer lugar, de la valoración de la empresa (y de ahí la importancia de que el informe del experto independiente se pronuncie también sobre esta cuestión). Además, la existencia de ciertas contingencias podrá llevar a que la solución a la insolvencia radique en la transmisión de la empresa a favor de un tercero, limitando así los efectos de sucesión de empresa (art. 146 bis LC).

¹⁰⁵⁸ Anexo A del Reglamento (UE) 2015/848, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 20 de mayo de 2015, sobre procedimientos de insolvencia, cuya entrada en vigor es el 26 de junio de 2017.

¹⁰⁵⁹ *Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on preventive restructuring frameworks, second chance and measures to increase the efficiency of restructuring, insolvency and discharge procedures and amending Directive 2012/30/EU.*

5.5. *Inconsistencias de carácter sistemático (1): se mantiene el deber de solicitar la declaración de concurso voluntario*

La reforma tampoco es consistente desde una perspectiva sistemática, pues el deudor puede (y, de hecho, debe) solicitar la declaración de concurso con base en su situación de insolvencia actual (arts. 2.2 y 5 LC). No hay nada reprochable en que el deudor decida solicitar la declaración de concurso como alternativa a la capitalización de créditos. Además, los acuerdos societarios que no maximizan el interés social no son impugnables. La decisión de solicitar el concurso no es, *per se*, perjudicial para el interés social ni resulta abusiva (arts. 44 LC, y 204.1 y 206.1 LSC).

La tutela de los acreedores ante soluciones sub-óptimas depende fundamentalmente de la solución contractual¹⁰⁶⁰. Con todo, los eventuales comportamientos oportunistas desaparecerían si, como se propone en este trabajo, el cambio en el gobierno corporativo de la empresa en crisis se asociara a la declaración de concurso (sin perjuicio de que, atendida a la caracterización de la homologación como un procedimiento judicial de insolvencia, el mecanismo de «*cramdown*» del art. 11 de la Propuesta de Directiva de 22.XI.2016¹⁰⁶¹ pueda dar lugar al cambio de control).

5.6. *Inconsistencias de carácter sistemático (2): no se limita la facultad libérrima del deudor de solicitar la liquidación en cualquier momento*

Además, irónicamente, el deudor podrá oponerse a la aprobación del convenio mediante la solicitud de la apertura de la fase de liquidación, sin perjuicio de que la propuesta cuente con el apoyo mayoritario o unánime de sus acreedores (arts. 128.3 y 142.1 LC)¹⁰⁶². Es más, en ese caso, ni los administradores (ni mucho menos los socios) correrán el riesgo de ser declarados responsables por el déficit concursal.

5.7. *Inadecuación del remedio para tutelar los intereses protegidos*

La solución dada tampoco logra tutelar los intereses en juego, pues si el objetivo de los acreedores es lograr un cambio de control en el gobierno corporativo de la

¹⁰⁶⁰ Vid. *Supra* V.4.

¹⁰⁶¹ *Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on preventive restructuring frameworks, second chance and measures to increase the efficiency of restructuring, insolvency and discharge procedures and amending Directive 2012/30/EU.*

¹⁰⁶² Vid. *Supra* VI.2.7.

empresa en crisis, con la reforma obtienen un «premio de consolación». Sólo en caso de que se abra la sección de calificación como consecuencia de la apertura de la fase de liquidación (quizás forzada «impunemente» por el propio deudor) podrá depurarse la responsabilidad de los socios y de los administradores. Sin embargo, ello no dependerá de los acreedores, sino de la administración concursal y del Ministerio Fiscal (arts. 169 y 170 LC)¹⁰⁶³. Y en todo caso, los socios y los administradores carecerán de riesgo alguno si deciden, en perjuicio del interés de sus acreedores (que habían alcanzado un acuerdo), solicitar el concurso. La situación de insolvencia se habrá generado o agravado poco o nada en este caso (art. 172 bis LC).

5.8. *El endurecimiento de los efectos de la declaración en materia de gobierno corporativo como solución alternativa*

Frente a la «amenaza» de responsabilidad preconizada por el legislador español, las propuestas de fomentar la «solución contractual» y robustecer el cambio en el gobierno corporativo asociado a la declaración de concurso supondrían una solución mucho más respetuosa con el derecho societario y el principio de la autonomía de la voluntad.

La limitación de los derechos políticos de los socios en el concurso de acreedores fomentaría la adopción *ex ante* de una posición negociadora mucho más flexible y potencialmente evitadora del concurso. Por el contrario, se mantendría incólume la estructura de gobierno corporativo que establece el derecho societario, naturalmente, en beneficio de los socios (nuevamente sin perjuicio de que, atendida a la caracterización de la homologación como un procedimiento judicial de insolvencia, el mecanismo de «*cramdown*» del art. 11 de la Propuesta de Directiva de 22.XI.2016¹⁰⁶⁴ pueda dar lugar al cambio de control).

La excepción (la insolvencia) no puede, ni debe, determinar la alteración de las normas básicas tendentes a abordar el problema de agencia existente entre socios y administradores, y el conflicto de interés entre los socios entre sí. La falta de claridad del sistema puede perjudicar al interés social, en la medida en que los administradores sociales duden sobre los intereses a los que deben atender.

¹⁰⁶³ *Vid Supra* VI.2.10.

¹⁰⁶⁴ *Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on preventive restructuring frameworks, second chance and measures to increase the efficiency of restructuring, insolvency and discharge procedures and amending Directive 2012/30/EU.*

X. El mercado de «*Loan-to-Own*»

1. Incentivos, agentes y modelo de negocio

Cuando el valor razonable de la empresa es inferior al pasivo de la sociedad, surge un conflicto de interés potencial entre socios y acreedores, que puede traducirse en un problema de agencia si los incentivos de los socios y administradores se encuentran alineados¹⁰⁶⁵. En la medida en que no haya situación de conflicto de interés¹⁰⁶⁶, los objetivos de los acreedores, como beneficiarios marginales de la gestión empresarial, se encuentran alineados con la maximización del valor razonable de la empresa. Para tutelar su crédito e, indirectamente, el interés social, los acreedores profesionales intervienen en el gobierno corporativo de la empresa en crisis, bien con base en los mecanismos contractuales de «*creditor governance*»¹⁰⁶⁷ o, en última instancia, acudiendo a su legitimación para solicitar la declaración de concurso necesario del deudor¹⁰⁶⁸.

Conforme a la tesis sostenida, la mera declaración de concurso debería suponer una alteración de la estructura de gobierno corporativo del derecho societario¹⁰⁶⁹. La determinación de la estructura de gobierno corporativo no puede depender de la acreditación del valor de la empresa, pues se trata de un elemento de hecho cambiante y sujeto a discusión pericial. De este modo, en lugar de imponer «amenazas» invasoras de aquélla en un estado previo¹⁰⁷⁰, las partes podrían valorar *ex ante* la solución que ofrecería el concurso (radical) *ex post*, para el caso de que no fueran capaces de alcanzar un acuerdo de refinanciación donde se reenfocharía la gestión social en tanto perdurara la situación de «*financial distress*»¹⁰⁷¹.

¹⁰⁶⁵ Vid. *Supra* II.3 y V.2. No se oculta que un excesivo celo de los acreedores también puede resultar en un problema de gobierno corporativo. El riesgo de «*overinvestment*» puede resultar tan nocivo para el interés social como el de «*underinvestment*» (Vid. *Supra* V.4.2). En la práctica, una de las cláusulas más negociadas en un acuerdo de refinanciación (o en un contrato de financiación concedido a favor de una sociedad en situación de «*financial distress*») es, precisamente, el nivel de inversión permitido en inmovilizado u otros proyectos (CAPEX) con relación a otras magnitudes (como la capacidad de generación de caja neta, EBITDA, etc.).

¹⁰⁶⁶ Vid. *Supra* VI.2.9 y VIII.2.9.

¹⁰⁶⁷ Vid. *Supra* V.4.

¹⁰⁶⁸ Vid. *Supra* V.5 y VI.1.

¹⁰⁶⁹ Vid. *Supra* VI.1.

¹⁰⁷⁰ Vid. *Supra* IX.

¹⁰⁷¹ Vid. *Supra* I.1.2.

La valoración de la empresa es el elemento crucial respecto a la solución a la insolvencia empresarial (y en este caso, ya sea en el seno o al margen de un procedimiento judicial de insolvencia). La expectativa de los socios de obtener algún tipo de recuperación en la fase de liquidación depende de que el valor de la empresa sea superior al pasivo exigible y que así quede reflejado en el precio ofertado por el mejor postor. En el caso del acuerdo de refinanciación o del convenio, la insuficiencia del valor actualizado de los flujos de caja libre futuros para atender los pagos de las deudas se refleja en un cambio de control de la empresa en crisis. La titularidad de la empresa debería recaer sobre los acreedores de los créditos con menor prelación de entre todos los que son económicamente realizables¹⁰⁷². Salvo pacto en contrario, los socios no deberían mantener su participación en el capital social si el convenio contiene quitas y esperas para los acreedores. Desde esta perspectiva, el concurso de acreedores, además de desencadenar un cambio en la estructura de gobierno corporativo, es un catalizador del proceso de toma de control de empresas en crisis pero económicamente viables («*market for corporate control*»). El elemento fundamental en este análisis es la valoración de la empresa porque la asignación de derechos políticos y económicos depende en última instancia de que los acreedores y los socios ostenten un interés económico realizable atendiendo a la capacidad de generación de caja de la empresa. Nótese, en todo caso, que a diferencia del cambio en el gobierno corporativo (asignación de derechos políticos) que debería asociarse a la declaración de concurso, el cambio de control atendida a la valoración de la empresa podrá darse en todo procedimiento de insolvencia si prospera la Propuesta de Directiva de 22.XI.2016¹⁰⁷³, pues recoge expresamente la posibilidad de extensión de efectos entre clases y, salvo acuerdo unánime de la disidencia, el respeto absoluto a la «*absolute priority rule*» (arts. 11, 12 y 13.1).

¹⁰⁷² Por ejemplo, sea una sociedad de proyecto declarada en concurso con un pasivo de 100 millones, de los cuales: 40 millones corresponden a créditos financieros con privilegio especial, 35 millones a créditos financieros ordinarios por exceder del valor de las garantías reales correspondientes (art. 94.5 LC) y 25 millones a préstamos participativos concedidos por los socios. El valor razonable de la empresa es 70 (por lo que la deuda que puede asumir la sociedad no puede exceder de esta cuantía). La propuesta de convenio (patrocinada por los acreedores financieros) contempla, atendiendo a dicha valoración, una nueva estructura financiera para la sociedad (convenio de continuidad): 10 millones de patrimonio neto y 60 millones de pasivo exigible a largo plazo. Pues bien, de los 60 millones de deuda disponibles, 40 corresponderían a los acreedores con privilegio especial (si se adhirieran como clase *ex art.* 134.3 LC) y 20 a los créditos financieros ordinarios que, no obstante, capitalizarían 10 millones como patrimonio neto (capital y prima), soportando una quita implícita de 5 millones. Los acreedores de créditos subordinados no obtendrían ningún tipo de recuperación y los socios perderían la titularidad de la sociedad al estar «*out of the money*».

¹⁰⁷³ *Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on preventive restructuring frameworks, second chance and measures to increase the efficiency of restructuring, insolvency and discharge procedures and amending Directive 2012/30/EU.*

Ahora bien, pese a no ostentar un interés económico realizable atendiendo al valor de los activos, los socios pueden mantener el control ante la confianza de los acreedores en el órgano de administración y el resto del equipo directivo, la existencia de socios estratégicos, el desconocimiento del sector por parte de los acreedores, la incertidumbre que pueda deparar la liquidación¹⁰⁷⁴ o que, simplemente, sean el fruto del buen hacer del deudor en las negociaciones.

Además, la inmensa mayoría de los acreedores que no son profesionales de la concesión de financiación no aspiran a tomar el control de empresas en crisis, sino a recuperar su crédito en la medida de lo posible. La atomización, dispersión, apatía (debido al propio problema de acción colectiva¹⁰⁷⁵); la falta de experiencia, habilidades o especialización de los acreedores concursales se compadece mal con la intervención en el gobierno corporativo y la toma de control de la empresa en crisis.

Sin embargo, existen acreedores profesionales especializados en la toma de control, gestión y reestructuración de empresas insolventes pero económicamente viables a través de la cesión de créditos de dudoso cobro. Como existen actores que toman el control, o una participación minoritaria, en el capital de sociedades titulares de empresas solventes que pueden no estar siendo administradas del modo óptimo para extraer todo su valor económico, hay también otros agentes especializados en la reestructuración de empresas en crisis. En lugar de tomar una participación en el capital (cuyo valor razonable puede ser cero), adquieren derechos de crédito mediante cesión de acreedores que precisan liquidez, desprenderse de ciertos activos que consumen recursos propios en mayor medida (entidades sometidas a supervisión financiera) o, simplemente, que carecen del «*expertise*» necesario en este tipo de situaciones. Los acreedores profesionales disponen de los conocimientos y la experiencia necesaria para reestructurar el pasivo financiero del deudor, de modo que la empresa sea tanto económica como financieramente viable a corto y medio plazo.

¹⁰⁷⁴ El coste (o la disponibilidad) de financiación post-concursal para mantener la actividad empresarial hasta que se produzca dicha venta forzosa también es un elemento relevante a tener en cuenta.

¹⁰⁷⁵ La adopción de un rol activo en el concurso, además de costosa, repercute en interés de la masa activa, lo que puede suponer un incentivo insuficiente para un acreedor de créditos ordinarios que no sean suficientemente relevantes (el incremento de su recuperación individual puede ser inferior al coste).

Así, desde una perspectiva de gobierno corporativo, el mercado de «*Loan-to-Own*»¹⁰⁷⁶ desempeña el mismo papel (teórico) que las OPAS hostiles en el mercado de valores¹⁰⁷⁷. Las operaciones de «*Loan-to-Own*» se encuentran asimismo encaminadas a tomar el control de la sociedad o de los activos, pero en este caso a través de la deuda. Ante determinadas señales (en este caso la insolvencia), los inversores profesionales están dispuestos a invertir en unos activos susceptibles de gestión óptima por terceros distintos al órgano de administración actual. La situación de «*financial distress*» revela que la empresa económicamente viable, ante el nivel de deuda asumido, es incapaz de invertir en proyectos con valor actual neto positivo (o incluso de continuar la actividad de una empresa con una ventaja comparativa que le reporta beneficios recurrentes). Así, la situación de insolvencia inminente o actual es una señal de rendimiento sub-óptimo («*underperformance*»). Frente a ello, tanto los socios (que no perciben ningún precio por sus acciones o participaciones en situaciones de insolvencia) como los administradores (que ven peligrar su puesto) están dispuestos, naturalmente, a luchar para evitar la pérdida del control sobre los activos del deudor.

Los inversores en deuda de empresas en crisis pueden ser acreedores que proponen un convenio de continuidad con cambio de control o de asunción (art. 113 LC) u ofertantes en el marco de la adjudicación de la empresa durante la fase común (sección tercera) o en la sección quinta, en la fase liquidación concursal (arts. 148 y 149 LC). En ausencia de situaciones de conflictos de interés¹⁰⁷⁸, como estos inversores favorecen la adopción de una solución a la insolvencia (atacando la posible apatía de otros acreedores y favoreciéndoles una salida mediante la cesión del crédito), el interés de los demás acreedores goza de la misma protección que si la propuesta de solución proviniera del deudor. Además, el propio objetivo de tomar el control de la

¹⁰⁷⁶ Esta expresión hace referencia a la concesión de financiación (o a la cesión de créditos ya concedidos) para la toma de control de sociedades insolventes pero económicamente viables. No se vulnera la prohibición de pacto comisorio (art. 1859 CC) porque la toma de control de la sociedad o de la empresa se realiza en estricto cumplimiento de las normas de prelación crediticia. Por otro lado, la mayor rentabilidad que puede obtener un cesionario también se traduce en una mayor flexibilidad para la concesión de quitas y esperas.

¹⁰⁷⁷ Es lugar común considerar que las ofertas públicas de adquisición de valores operan como un instrumento de gobierno corporativo. Ante una señal (información financiera de las cuentas anuales), indicadora de una gestión sub-óptima de los activos, el ofertante toma el control de la sociedad para designar a un nuevo órgano de administración. Dicho ofertante está dispuesto a pagar una prima por encima del valor razonable de las acciones porque considera que, con una nueva estrategia empresarial, la empresa va a obtener unos beneficios acordes con la rentabilidad potencial de los activos que el equipo gestor anterior no pudo obtener (es decir, confía en que las acciones cotizan con descuento porque su precio no es fiel reflejo del valor razonable de la empresa).

¹⁰⁷⁸ Vid. *Supra* VI.2.9 y VIII.2.9.

empresa fomenta que estos inversores estén dispuestos a financiar la continuidad de la actividad empresarial durante el concurso.

También hay diferencias significativas respecto a los propios «acreedores profesionales». Las entidades de crédito y entidades financieras sometidas a la supervisión del Banco Central Europeo y del Banco de España deben cumplir con unos requisitos de patrimonio neto mínimo para poder acometer determinadas inversiones¹⁰⁷⁹. Los requisitos de capital mínimo varían según el activo de que se trate (el ratio de capital mínimo se obtiene a través de la ponderación de los activos atendiendo a su nivel de riesgo). La toma de participación en sociedades industriales presenta un coeficiente de ponderación mayor que otros activos (como las posiciones activas en la intermediación del crédito indirecto)¹⁰⁸⁰. A ello hay que añadir el régimen de dotación de pérdidas por deterioro de créditos (las denominadas «provisiones» en el Plan General de Contabilidad de 1990), conforme a la Circular 4/2004, de 22 de diciembre, sobre normas de información financiera pública y reservada, y modelos de estados financieros. Estas entidades, cuyo balance reflejará un valor del crédito muy inferior a su valor nominal (dada la pérdida imputada en ejercicios anteriores), tienen por tanto interés en ceder sus créditos a favor de otros agentes u operadores económicos que puedan invertir en los activos subyacentes, sin restricciones regulatorias. En ocasiones, el incentivo es a ceder el crédito por alta que sea (consecuencia del riesgo asumido) la tasa de descuento ofrecida por el cesionario. Cuando el valor de crédito en libros es nulo (debido a que se ha provisionado íntegramente) cualquier precio superior a cero se imputa directamente como ingreso a la cuenta de pérdidas y ganancias del ejercicio en curso.

Todo ello lleva a la aparición en el tráfico de otro tipo de acreedores profesionales, con experiencia en la toma de control y gestión de empresas en crisis para su «reflotamiento» («*turnaround*»). Su modelo de negocio consiste en obtener rentabilidad como nuevos socios del deudor o como adjudicatarios de la empresa, bien a partir de la expectativa de dividendos que pueda acordar la sociedad reestructurada en el futuro, o bien a partir de la transmisión de la sociedad o de la

¹⁰⁷⁹ Así lo establecen el Reglamento (UE) número 575/2013, del Parlamento europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013, sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de inversión, y la Directiva 2013/36/UE, del Parlamento europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a la supervisión prudencial de las entidades de crédito y las empresas de inversión, que incorporan al ordenamiento jurídico los estándares elaborados por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (Basilea III).

¹⁰⁸⁰ Con todo, el conocido como «Proyecto Fénix» ha sido concebido para vehicular estas inversiones, de forma que los bancos que decidan capitalizar sus créditos no se vean obligados a reforzar su nivel de capital mínimo.

empresa como unidad económica en funcionamiento a favor de un tercero (en cuyo caso, obtienen el valor actual de las rentas futuras asociadas a su hipotética condición de socios). Los cesionarios disponen, de hecho, de mayor flexibilidad que los acreedores del mercado primario para alcanzar una solución convencional, ya que han podido adquirir el crédito con descuento sobre su valor nominal y no se encuentran sometidos a la normativa bancaria de dotación de pérdidas por deterioro.

Hay que diferenciar estos agentes u operadores económicos de aquellos cesionarios de créditos cuya expectativa de beneficio se reduce a la diferencia entre el pago recibido del deudor y el precio pagado al cedente. No faltan menciones en la prensa diaria a la caracterización, como «fondos buitres», de los agentes especializados en la toma de control y gestión de empresas en crisis. Sin embargo, decisiones como la solicitud de concurso necesario¹⁰⁸¹ o no apoyar la propuesta de acuerdo de refinanciación o de convenio patrocinada por el deudor no son más que manifestaciones del problema de agencia del que se ha tratado en este trabajo. No se vulnera la prohibición de pacto comisorio ni se lleva a cabo una expropiación del derecho de propiedad de los socios, pues se trata del estricto cumplimiento de las reglas imperativas de prelación de pagos (especialmente una vez que se ha acudido a un procedimiento judicial de insolvencia como última vía para atajar el conflicto de interés entre socios y acreedores). Se trata de una lucha por el gobierno corporativo de la empresa en crisis, similar a la que puede tener lugar en el marco de una OPA hostil¹⁰⁸². La diferencia fundamental se encuentran en el tipo de activo en el que se invierte (acciones o derechos de crédito), lo cual está relacionado, en última instancia, con la identidad de los «*residual claimants*» en atención al valor de la empresa y de la deuda (socios o acreedores). Con ello no se pretende negar, desde luego, la existencia de supuestos donde los incentivos de determinados cesionarios puedan resultar contrarios al interés social (por ejemplo, mediante la suscripción de ciertos instrumentos financieros derivados). Nuevamente se puede apreciar el paralelismo entre los problemas de gobierno corporativo de sociedades solventes e insolventes,

¹⁰⁸¹ Los cesionarios de créditos vencidos carecen de legitimación para solicitar la declaración de concurso necesario durante un plazo de seis meses desde la perfección de la cesión (art. 3.2 LC).

¹⁰⁸² La Ley 17/2014, de 30 de septiembre (BOE de 1 de octubre), por la que se adoptan medidas urgentes en materia de refinanciación y reestructuración empresarial (derogando el Real Decreto-ley 4/2014), opera por medio de su disposición final octava, una modificación en la letra d), del artículo 8 del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores. Ello implica la exención del acuerdo de dispensa de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre el deber de lanzar una oferta pública de adquisición de valores, cuando el acuerdo de aumento de capital por compensación de créditos sea consecuencia directa de un acuerdo de refinanciación homologado judicialmente (Disp. Ad. 4ª LC), siempre que hubiese sido informado favorablemente por un experto independiente en los términos previstos por el artículo 71 bis 4 de la Ley Concursal.

pues, en el mercado de acciones cotizadas, las operaciones en corto («*short-selling*») también pueden resultar contrarias al interés de los socios o incluso de la sociedad. Ahora bien, por norma general, este reproche recaerá sobre cesionarios con una estrategia puramente especulativa, pero no sobre aquellos que pretendan tomar el control y reestructurar la empresa en crisis, pues, en ausencia de conflicto de interés¹⁰⁸³ sus incentivos se encuentran alineados con el objetivo de maximizar el valor de la empresa a medio y largo plazo (aunque ello pueda dar lugar al «troceamiento de empresas»).

2. Los acuerdos de ampliación de capital por compensación de créditos desde la perspectiva contable y fiscal

El precio pagado por la cesión de un crédito es relevante desde la perspectiva contable para el cesionario, pero no despliega efecto alguno en la relación obligatoria (*i.e.* entre el cesionario y el deudor del crédito cedido) en la medida en que no se trate de un crédito litigioso (art. 1535.I CC). Sin duda, el derecho de crédito que deriva de un contrato válido y eficaz no es un crédito litigioso (máxime si se ha elevado a público *ex arts.* 1218 CC y 319 LEC). No se precisa de una sentencia que declare la existencia del crédito ante el desencuentro de las partes (art. 1535.II CC). Por tanto, sea cual sea el precio pagado por la cesión del derecho de crédito, el deudor no ve reducida su obligación de forma correlativa.

Cuestión distinta es la valoración y registro contable del crédito cedido por parte del cesionario, que deberá realizarse a valor razonable. Es decir, el cesionario no registrará contablemente el crédito adquirido por su valor nominal (la cuantía de la obligación exigible al deudor), sino por el precio pagado por la cesión (como aproximación al valor razonable del crédito), más los costes de transacción¹⁰⁸⁴.

La cuestión es el importe del crédito que debe tenerse en cuenta en el marco de un acuerdo de ampliación de capital por compensación de créditos (art. 301 LSC). La consulta número 4 del Boletín número 89, del Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas, de marzo de 2012, que recogía la doctrina de las consultas números 4 y 5 del Boletín de número 79, de septiembre de 2009, establecía que el valor a efectos contables que debía tomarse en consideración era el valor razonable (incrementado

¹⁰⁸³ *Vid. Supra* VI.2.9 y VIII.2.9.

¹⁰⁸⁴ Véase el apartado 2, del punto 5º, del Marco Conceptual de la Contabilidad (Primera Parte del Plan General de Contabilidad).

en los costes de transacción), en lugar del valor nominal del crédito (la obligación exigible al deudor)¹⁰⁸⁵. Frente a ello, la disposición final segunda de la Ley 17/2014, de 30 de septiembre, por la que se adoptan medidas urgentes en materia de refinanciación y reestructuración de deuda empresarial (BOE de 1 de octubre)¹⁰⁸⁶, establece que el cesionario que reciba acciones o participaciones por valor superior al de adquisición del crédito registrará un ingreso contable sujeto a tributación directa, pero que, a efectos de la ecuación de canje, el valor a tener en cuenta será en todo caso el nominal (*rectius* –por el importe de dicho aumento desde el punto de vista mercantil–). No puede ser otra la solución, pues la sociedad debe la totalidad del crédito con independencia del precio satisfecho por el cesionario. La rentabilidad obtenida por éste, ya sea como consecuencia del cobro íntegro del crédito en los términos pactados (art. 1157 CC), o de la aceptación de un *aliud por alio* mediante la entrega de acciones por precio superior al valor razonable (art. 1166 CC) debe generar una renta susceptible de imposición indirecta, pero no afecta a la obligación.

Con todo, conviene recordar el tratamiento dispar en la valoración del crédito según se trate de una ampliación de capital por compensación de créditos frente a la sociedad o de una aportación no dineraria, donde lo que se aporta es un crédito frente a un tercero distinto de la propia sociedad. Mientras que en el primer caso existe una «valoración contable» del crédito (art. 301 LSC), en el segundo el derecho aportado se debe valorar conforme a su «valor razonable» (art. 300 LSC). La razón es evidente: cuando se aporta un crédito frente a un tercero, sin perjuicio de la responsabilidad del cedente por la insolvencia del deudor (art. 65 LSC¹⁰⁸⁷), debe procederse a su valoración como medida de protección de la realidad económica de las aportaciones (arts. 63 y ss. LSC). Un experto independiente (arts. 67 y 76 LSC) o los administradores (art. 70 LSC) deben realizar un informe con la valoración que

¹⁰⁸⁵ Véase, por todos, Hernández, J. «Aspectos fiscales de las operaciones de reestructuración. Impuesto sobre sociedades y actos jurídicos documentados», Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal nº 22/2015, páginas 271 a 280.

¹⁰⁸⁶ Dimanante del Real Decreto-ley 4/2014, de 7 de marzo (BOE de 8 de marzo), por el que se adoptan medidas urgentes en materia de refinanciación y reestructuración de deuda empresarial.

¹⁰⁸⁷ A diferencia de la norma general del artículo 1529.I del Código Civil, en las sociedades de capital los socios aportantes responden de la existencia y legitimidad del crédito, así como de la solvencia del deudor (en principio, durante un año desde la fecha de vencimiento del crédito *ex art.* 1530 CC). El artículo 66.2 de la Ley de Sociedades de Capital también supone una excepción a la obligación de saneamiento en el supuesto de venta en globo del artículo 1532 del Código Civil, pues, como es sabido, se extiende a los elementos de la empresa aportada que sean de importancia por su valor patrimonial.

asignan a ese derecho de crédito¹⁰⁸⁸. Hay que analizar, en definitiva, si la expectativa de recuperación es tal que permite mantener el valor nominal como valor razonable (sin perjuicio del efecto temporal en el descuento de flujos).

Por el contrario, a pesar de que un autorizado sector doctrinal defiende la posibilidad de aportar créditos frente a la propia sociedad como aportación no dineraria¹⁰⁸⁹ - criterio que no se comparte-, en el caso del aumento por compensación de créditos el criterio del valor razonable no es relevante¹⁰⁹⁰. En este caso no se trata de determinar la expectativa de cobro de la sociedad (pues hay confusión entre deudor y cesionario), sino de eximir al acreedor de la realización del desembolso dinerario correspondiente hasta el valor nominal del crédito (que es la deuda de la sociedad). La solución de tomar en consideración el valor nominal del crédito cuando es líquido, está vencido y es asimismo exigible, es consistente con el hecho de que el deudor no se vea liberado total o parcialmente de su obligación como consecuencia de la dotación de pérdidas por deterioro por parte del acreedor ni por la cesión del crédito a cambio de un precio inferior a su valor nominal (es decir, cesión con descuento). Dicho de otro modo, sea cual sea el importe que realmente espera obtener el acreedor, no se reduce la cuantía de la demanda en atención a sus expectativas de recobro o a las dotaciones de pérdidas por deterioro del derecho de crédito.

El criterio del Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas (valor razonable del crédito para establecer el tipo de canje) llevaría a la paradoja de que el cesionario con mayor poder de negociación (y, por tanto, con capacidad de obtener un mayor

¹⁰⁸⁸ El informe de los administradores al que se refiere el artículo 300 de la Ley de Sociedades de Capital (descriptivo del bien o derecho aportado, y adicional a la memoria del art. 286 LSC) no sustituye al informe pericial que exige la Ley en materia de aportaciones no dinerarias de las sociedades anónimas y al que puede acudir en el caso de las sociedades de responsabilidad limitada para evitar la aplicación del régimen de responsabilidad de los artículos 73 y siguientes de la Ley.

¹⁰⁸⁹ Fernández del Pozo, L. «Las aportaciones de créditos contra sociedad en desequilibrio patrimonial y tutela de la integridad del capital social», Anuario de Derecho Concursal, número 35, páginas 43 a 99 (especialmente: páginas 71 y ss.). El autor considera que el acreedor responde de la solvencia de la sociedad deudora, en la medida en que la norma incluye dentro de su ámbito de protección a los terceros acreedores (cfr. art. 65 LSC). Sin embargo, la protección sería en todo caso indirecta, a través del ejercicio de una acción subrogatoria ex artículo 1111 del Código Civil, pues la legitimación ordinaria para exigir responsabilidad al socio aportante del derecho de crédito corresponde a la sociedad. Mayores dudas presenta la responsabilidad solidaria de los socios frente a la sociedad y los acreedores en el caso de las aportaciones no dinerarias (art. 73 LSC) –referidas a los supuestos del art. 63, pero no a los del art. 65 LSC–; aspecto cuyo análisis excede del objeto de este trabajo.

¹⁰⁹⁰ En el mismo sentido, Díaz Moreno, A. «Sobre el aumento de capital por compensación de créditos (reflexiones al hilo de la disposición adicional cuarta de la Ley Concursal)», *Revista de Derecho Patrimonial*, número 38, 2015 *passim*. Es de la misma opinión Recalde, A. «Protección del socio con ocasión de los cambios de control en la sociedad deudora realizados en ejecución de acuerdos de refinanciación mediante conversión de créditos en capital», *op. cit.*, *passim*.

descuento sobre el nominal) se vería diluido en mayor medida que el resto de acreedores (especialmente los que no hubieran cedido su derecho de crédito). En este caso, no obstante, habría que considerar que el valor razonable del crédito sería el mismo, por ejemplo, a efectos de todos los acreedores de un contrato de financiación sindicada tanto si hubieran cedido su crédito como si no.

En definitiva, la entrega de acciones o participaciones con un valor superior al razonable del crédito no supone la quiebra de la protección (formal en todo caso) que otorga el principio de integridad del capital social, sino un ingreso a favor del acreedor, tanto a efectos contables como fiscales, por la diferencia entre el valor de aquéllas y el precio por el que adquirió el crédito (minorado, en su caso, por las dotaciones de pérdida por deterioro)¹⁰⁹¹. Como se ha señalado¹⁰⁹², el derecho societario no impide que el aportante obtenga un beneficio por la suscripción de acciones o asunción de participaciones con valor superior al valor razonable del crédito en el mercado, sino que el valor de dichas acciones o participaciones sea superior al valor contable del crédito.

Partiendo de la toma de consideración del valor contable del crédito, el deudor debe registrar la deuda conforme al criterio del coste amortizado (NRV 9ª PGC)¹⁰⁹³. Así, en el caso de sociedades anónimas, cuando se acuerde «compensar» un crédito parcialmente vencido su valor contable sería inferior al nominal (por el descuento aplicable conforme al tipo de interés efectivo). Ahora bien, cuando se trate de un crédito líquido, vencido y exigible, el valor contable coincide con el valor nominal. Por ello, cuando la norma no lo disponga como efecto *ope legis* (como ocurre en la homologación y en el convenio¹⁰⁹⁴), el incentivo del acreedor será declarar la pérdida del beneficio del plazo del deudor (cfr. art. 1129 CC).

¹⁰⁹¹ Contra, Fernández del Pozo, L. «Las aportaciones de créditos contra sociedad en desequilibrio patrimonial y tutela de la integridad del capital social», *op. cit.*, *passim*.

¹⁰⁹² Díaz Moreno, A. «Sobre el aumento de capital por compensación de créditos (reflexiones al hilo de la disposición adicional cuarta de la Ley Concursal)», *op. cit.*

¹⁰⁹³ En materia de obligaciones convertibles (art. 416.2 LSC), véase, por todos, Fernández del Pozo, L. «Obligaciones convertibles y defensa de la integridad del capital social», *Revista de Derecho Mercantil*, número 294, páginas 291 a 344.

¹⁰⁹⁴ En todo caso, la disposición adicional cuarta, en materia de acuerdos de refinanciación susceptibles de homologación judicial, y el artículo 100.2.II de la Ley Concursal, en sede de convenio, establecen que los créditos son líquidos, están vencidos y son exigibles.

Cuestión distinta es que tanto a nivel judicial¹⁰⁹⁵ como administrativo¹⁰⁹⁶ se haya establecido que la aportación en el aumento de capital por compensación de créditos no es dineraria. Entre las consecuencias que ello conlleva destacan (i) la ausencia de reconocimiento de un derecho de suscripción o asunción preferente a favor de los accionistas o socios (arts. 304.1 y 308 LSC) –salvo que se trate de una operación acordeón *ex art. 343.2 LSC*¹⁰⁹⁷–; y (ii) y la imposibilidad de acudir a la figura del capital autorizado (art. 297.1.b LSC)¹⁰⁹⁸.

Es cuando menos discutible el criterio de no caracterizar la aportación realizada en el marco del acuerdo de ampliación de capital por compensación de créditos como «dineraria». El acreedor (ahora socio) y la sociedad acuerdan compensar el crédito impagado con el crédito de la sociedad frente al socio en contraprestación por la asunción o suscripción de las participaciones o acciones (arts. 1196 y ss. CC). En la compensación convencional, no cabe duda, el acreedor tiene derecho a exigir el importe total de su crédito, con independencia de la valoración contable de su adquisición, de sus expectativas de cobro o de las dotaciones por deterioro realizadas. No en vano, el acreedor acepta un *aliud pro alio* (cfr. art. 1166 CC)¹⁰⁹⁹ por más que, *stricto sensu*, se trate de un pago por compensación (en lugar de una dación en pago, *pro soluto*). Dicho lo anterior, lo cierto es que el aumento de capital por compensación de créditos está regulado en un precepto distinto (art. 301 LSC) que el

¹⁰⁹⁵ Véase la sentencia de la Audiencia Provincial de Madrid (sección 28ª), de 26.X.2015 (AC 2016, 94; ponente: Alberto Arribas).

¹⁰⁹⁶ Véase, entre otras, las resoluciones de la Dirección General de los Registros y del Notariado de 15.VII.1992 (RJ 1992, 6537) y 11.X.1993 (RJ 1993, 7972) y, sobre la base del artículo 304 de la Ley de Sociedades de Capital, las de 4.II.2012 (RJ 2012, 4400) y 6.II.2012 (RJ 2012, 4403).

¹⁰⁹⁷ Véase la resolución de la Dirección General de los Registros y del Notariado de 20.XI.2013 (RJ 2014, 511). Esta regla debería encontrar una excepción en el derecho de la insolvencia cuando la sociedad es declarada en concurso y el valor razonable de la empresa es inferior al pasivo. La tesis que se sostiene en este trabajo es que los socios sin interés económico realizable en el deudor («*out of the money*»), dada la valoración de la empresa, carecen de derechos políticos y económicos en la reestructuración financiera. Pues bien, de la misma manera que una norma de «*cramdown*» debería permitir superar la obstaculización a adoptar los acuerdos sociales correspondientes en ejecución del convenio judicialmente aprobado, los socios no deberían ostentar derechos de suscripción o asunción preferente, en caso, por ejemplo, de que se acuerde reducir el capital a cero para amortizar pérdidas como paso previo al aumento de capital por compensación de créditos.

¹⁰⁹⁸ *Vid. Infra X.3.*

¹⁰⁹⁹ Véase Schmidt, K. «¿Desbanca el derecho concursal al derecho de sociedades? Disputas societarias, *debt-to-equity swap* y *take-over*», *op. cit.*, páginas 308 a 312. El profesor Schmidt es muy crítico con la reforma del año 2012 porque, a su juicio, puede suponer la expropiación de los socios a favor de los acreedores. En concreto, centra su crítica en la ausencia de reconocimiento de derechos de suscripción o asunción preferente a favor de los socios en el caso de «operaciones acordeón» (disminución del capital a cero para amortizar pérdidas y consiguiente aumento de capital), donde los acreedores disfrutan de dicho régimen privilegiado en el caso del aumento de capital por compensación de créditos.

del aumento con cargo aportaciones dinerarias (art. 299 LSC), en tanto que el artículo 304 de la Ley de Sociedades de Capital limita la existencia de derecho de preferencia a los aumentos de capital con cargo a aportaciones dinerarias.

No se oculta, empero, que la cuestión de la valoración en el acuerdo de aumento de capital por compensación de créditos es objeto de controversia en el derecho comparado. En el caso alemán, los acreedores pueden ser responsables frente a la sociedad por la diferencia de valor entre el valor del crédito «aportado» y las acciones o participaciones recibidas (secciones 9 y 56 del GmbHG). Sin embargo, la sección 254.IV del *Insolvenzordnung* establece un «safe harbor» cuando el aumento de capital por compensación de créditos forma parte del contenido del convenio aprobado judicialmente.

Por su parte, una decisión del juzgado federal de *Delaware* (*In re Fisker Automotive Holdings, Inc.*, Case No. 13-13087 (Bankr. D. Del. Jan. 17, 2014) [Docket Nos. 482-83] ha sembrado controversia en el mercado de «Loan-to-Own» al limitar el derecho a pagar por compensación («credit bidding») de un acreedor con garantía real al importe pagado por la cesión del crédito¹¹⁰⁰. A este respecto, en el marco de las compraventas sometidas a autorización judicial de la sección 363 del U.S. *Bankruptcy Code* (similares a las del art. 43.2 LC), la letra (k) dispone que: «(a)t a sale under subsection (b) of this section of property that is subject to a lien that secures an allowed claim, unless the court for cause orders otherwise the holder of such claim may bid at such sale, and, if the holder of such claim purchases such property, such holder may offset such claim against the purchase price of such property». El Tribunal Supremo de los Estados Unidos de América¹¹⁰¹ ha establecido al respecto que «(t)he ability to credit bid helps to protect a creditor against the risk that its collateral will be sold at a depressed price» y que «(i)t enables the creditor to purchase the collateral for what it considers the fair market price (up to the amount of its security interest) without committing additional cash to protect the loan». La cuestión estriba en la determinación de «justa causa» para prohibir o limitar la facultad de pagar por compensación en un caso concreto. La jurisprudencia estadounidense ha sostenido semejante excepción en casos de urgente necesidad de venta de los activos o de disputa sobre el crédito reconocido al acreedor con garantía

¹¹⁰⁰ El impacto de esta resolución ha sido notable, pues se ha emitido una similar en Virginia: *The Free Lance-Star Publishing Co. of Fredericksburg, VA*, 512 B.R. 798 (Bankr. E.D. Va. 2014). Véase también *In re Charles Street African Methodist Episcopal Church of Boston*, 510 B.R. 453 (Bankr. E.D. Mass. 2014).

¹¹⁰¹ *RadLAX Gateway Hotel, LLC v. Amalgamated Bank*, 132 S. Ct. 2065, 2070 n.2 (2012).

real (o sobre la propia garantía), procediendo a limitar la habilidad de pagar por compensación¹¹⁰² o a permitirla, a cambio del otorgamiento de garantías¹¹⁰³.

Pues bien, en el caso de *Fisker*, el «*Official Committee of Unsecured Creditors*» se opuso a la solicitud de venta directa de la unidad productiva a favor del cesionario, quien pagaría el precio por compensación, solicitando, en cambio, que se realizara una venta judicial donde debería limitarse la facultad de «*credit bid*». El cesionario había argumentado en la solicitud de autorización judicial que el coste y los tiempos asociados a promover una subasta no incrementarían el precio obtenido por la unidad productiva. El «*Official Committee of Unsecured Creditors*» alegó que existía interés de una empresa del mismo sector industrial, discutiendo, así, el argumento del cesionario de que el precio no era susceptible de mejora en una subasta. La mera presencia de una empresa industrial atraería a otros competidores, aunque su disposición para realizar una oferta dependía de que el juzgado limitara la facultad de «*credit bid*». El problema residía en última instancia en que el crédito cedido, por el que se había pagado 25 millones de dólares, tenía un nominal de 168 millones de dólares, siendo que el precio del convenio de realización (venta directa) se había establecido en 75 millones. Es decir, el cesionario podía pujar hasta 168 millones de dólares sin tener que realizar desembolso de efectivo, mientras que la estimación del valor de la unidad productiva apenas representaba el 45 por ciento del nominal del crédito. El juzgado desestimó la solicitud de autorización para la venta directa, ordenando que se procediera a realizar una subasta y limitando la facultad de «*credit bid*» al precio de la cesión (25 millones). *Judge Gross* argumentó que esta medida era necesaria para fomentar pujas competidoras en la subasta. Además, criticó expresamente la «*inequitable conduct*» del cesionario por haber pretendido una venta directa acelerada contraria a la noción de «*fairness*» del procedimiento judicial de insolvencia y, por tanto, en perjuicio del resto de acreedores¹¹⁰⁴.

Se discute si esta resolución puede contravenir la jurisprudencia del Tribunal Supremo de los Estados Unidos de América, en la medida en que se pueda limitar la facultad de pagar por compensación atendiendo al interés general de los acreedores, sin que concurren otras circunstancias como la discusión sobre el reconocimiento del

¹¹⁰² Véase, por ejemplo, *In re L.L. Murphrey Co.*, No. 12-03837-8-JRL, 2013 WL 2451368 (Bankr. E.D.N.C. 6 de junio de 2013).

¹¹⁰³ Véase, por ejemplo, *In re Octavon Roofing*, 123 B.R. 583, 589 (Bankr. N.D.ILL. 1991).

¹¹⁰⁴ La cuestión más polémica es la afirmación de que el precio obtenido en la subasta de la unidad productiva determinaría si la contraprestación por la cesión del crédito fue, de hecho, «*fair and reasonable and in the best interests of the debtor's estate*».

crédito o la garantía real. En cualquier caso, no se ha discutido el valor que ha de tenerse en cuenta a los efectos de operar un aumento de capital por compensación de créditos o de pagar por compensación (por más que, en *Fisker*, se limitara esta facultad al precio pagado por la cesión del crédito)¹¹⁰⁵.

3. La impugnación de los acuerdos de ampliación de capital por compensación de créditos por los socios minoritarios: la cuestión de la prima de emisión o asunción

La ampliación de capital por compensación de créditos permite a la sociedad disponer de recursos que, de otro modo, debería destinar al pago de deudas. Por un lado, se reduce el pasivo exigible en una cuantía equivalente a la de la ampliación de capital (menos, en su caso, la prima de emisión o asunción que se pueda acordar). Por otro, la sociedad puede destinar los flujos de caja generados por la actividad empresarial a otros fines distintos de la amortización de deuda y, en su caso, del pago de intereses. En términos de disponibilidad de tesorería, el efecto es el mismo que si se procediera a realizar una aportación dineraria *stricto sensu*: en este caso se precisa tesorería adicional para nuevas necesidades dadas las obligaciones exigibles de la sociedad, mientras que, en el de la compensación, se libera tesorería generada por la actividad empresarial a raíz de la capitalización de la deuda. Por todo ello, resulta cuestionable

¹¹⁰⁵ En el caso de *The Free Lance-Star Publishing Co. of Fredericksburg, VA*, 512 B.R. 798 (Bankr. E.D. Va. 2014), el juzgado también estimó la oposición a la facultad de pagar por compensación. En esta ocasión, la razón obedeció a la conducta del cesionario, que había tratado de extender unilateralmente su derecho real de garantía, ocultándolo en una de las vistas del procedimiento. Judge Huennekens expuso que «*the confluence of (i) DSP's less than fully-secured lien status; (ii) DSP's overly zealous loan-to-own strategy; and (iii) the negative impact DSP's misconduct has had on the auction process has created a perfect storm, requiring curtailment of DSP's credit bid rights (...). The credit bid mechanism that normally works to protect secured lenders against the undervaluation of collateral sold at a bankruptcy sale does not always function properly when a party has bought the secured debt in a loan-to-own strategy in order to acquire the target company. In such a situation, the secured creditor may attempt to depress rather than to enhance market value. Credit bidding can be employed to chill bidding prior to or during an auction or to keep prospective bidders from participating in the sales process. DSP's motivation to own the Debtor's business rather than to have the Loan repaid has interfered with the sales process. DSP has tried to depress the sales price of the Debtor's assets, not to maximize the value of those assets. A depressed value would benefit only DSP, and it would do so at the expense of the estate's other creditors. The deployment of DSP's loan-to-own strategy has depressed enthusiasm for the bankruptcy sale in the marketplace*». En cualquier caso, tanto en *Fisker* como en *Free Lance-Star*, los cesionarios incurrieron en «*inequitable conduct*» al implementar su estrategia de «*loan-to-own*» (en *Fisker* por tratar de llevar a cabo una venta directa de forma acelerada y, en *Free Lance-Star*, por tratar de incrementar unilateralmente los derechos reales de garantía otorgados a favor del crédito cedido).

el criterio doctrinal, asentado tanto a nivel de judicial¹¹⁰⁶ como administrativo¹¹⁰⁷, que niega el carácter de aportación dineraria de la compensación de créditos.

Por tanto, aunque esta modalidad de aumento de capital no supone nuevos ingresos de tesorería (como ocurriría en una «aportación dineraria» *stricto sensu*), la sociedad sí que obtiene nueva disponibilidad de fondos¹¹⁰⁸. Es más, la única razón por la que no se producen nuevos ingresos de tesorería es el pago por compensación que se realiza como consecuencia de esta operación societaria. La ampliación de capital tiene lugar en el marco de un supuesto de compensación *ex lege* o convencional (si la deuda que se capitaliza es ilíquida, inexigible o se encuentra pendiente de vencimiento *ex art.* 1196 CC). El crédito de la sociedad se compensa con el crédito recíproco por la deuda que se capitaliza, renunciando, por tanto a su exigibilidad.

La caracterización de la compensación del crédito contra la sociedad como una «aportación no dineraria» priva a los socios del derecho de adquisición o asunción preferente (art. 304 LSC)¹¹⁰⁹. No se exige el previo acuerdo de la junta general para suprimir dicho derecho en atención al «interés social», previo informe del órgano de

¹¹⁰⁶ Véase la sentencia de la Audiencia Provincial de Madrid (sección 28ª), de 26.X.2015 (AC 2016, 94; ponente: Alberto Arribas). Aunque se admite (fundamento de derecho tercero) lo polémico de la cuestión, el tribunal considera que el aumento de capital por compensación de créditos no implica aportaciones dinerarias nuevas (*cfr.* art. 299 LSC), por lo que rechaza la existencia de derecho de suscripción o asunción preferente a favor de los socios. Como segundo argumento, la sentencia expone que la Ley establece cuatro tipos de aumentos de capital (aportaciones dinerarias, no dinerarias, compensación de créditos, conversión de obligaciones y capitalización de reservas *ex arts.* 299 a 303 LSC), pero que, sin embargo, el artículo 304.1 limita la existencia del derecho de suscripción o asunción preferente de los socios a los casos de aportaciones dinerarias *stricto sensu*.

¹¹⁰⁷ Véase, entre otras, las resoluciones de 15.VII.1992 (RJ 1992, 6537) y 11.X.1993 (RJ 1993, 7972), y, sobre la base del artículo 304 de la Ley de Sociedades de Capital, las de 4.II.2012 (RJ 2012, 4400) y 6.II.2012 (RJ 2012, 4403).

¹¹⁰⁸ Véase Recalde, A. «Protección del socio con ocasión de los cambios de control en la sociedad deudora realizados en ejecución de acuerdos de refinanciación mediante conversión de créditos en capital», *op. cit.*, argumentando la conveniencia de reconocer un derecho de suscripción o asunción preferente a los socios en la capitalización de créditos.

¹¹⁰⁹ Con la importante excepción de las «operaciones acordeón» *ex artículo* 343.2 de la Ley de Sociedades de Capital: resolución de la Dirección General de los Registros y del Notariado de 20.XI.2013 (RJ 2014, 511). Esta regla debería encontrar una excepción en el derecho de la insolvencia cuando la sociedad es declarada en concurso y el valor razonable de la empresa es inferior al pasivo. La tesis que se sostiene en este trabajo es que los socios sin interés económico realizable en el deudor («*out of the money*»), dada la valoración de la empresa, carecen de derechos políticos y económicos en la reestructuración financiera. Pues bien, de la misma manera que una norma de «*cramdown*» debería permitir superar la obstaculización a adoptar los acuerdos sociales correspondientes en ejecución del convenio judicialmente aprobado, los socios no deberían ostentar derechos de suscripción o asunción preferente, en caso, por ejemplo, de que se acuerde reducir el capital a cero para amortizar pérdidas como paso previo al aumento de capital por compensación de créditos.

administración (arts. 308.1 y 504.1 LSC)¹¹¹⁰. Este régimen contrasta con el de las obligaciones convertibles, donde los socios disponen de derecho de suscripción preferente en el momento de la emisión (art. 416 LSC) –salvo en el caso de las sociedades cotizadas y delegación a los administradores ex art. 511 LSC–, por más que, en el momento de la conversión (que cabe equiparar a la *ejecución*¹¹¹¹ de un aumento de capital por compensación de créditos¹¹¹²), la Ley excluya dicho derecho (art. 304.2 LSC¹¹¹³). Desde otra perspectiva, la figura del capital autorizado, propia de las sociedades anónimas¹¹¹⁴, no resulta de aplicación al acuerdo de ampliación de capital por compensación de créditos debido, nuevamente, a que no cabe calificarlo, de *lege lata*, como una «aportación dineraria» (art. 297.1.b LSC).

Antes de la entrada en vigor de la Ley de Modificaciones Estructurales¹¹¹⁵, la doctrina judicial había estimado acciones de impugnación de acuerdos sociales por resultar

¹¹¹⁰ No obstante, esta regla encuentra una excepción notable en las «operaciones acordeón» (acuerdos de reducción y ampliación de capital simultáneos) ex artículo 343.2 de la Ley de Sociedades de Capital. Véase al respecto la resolución de la Dirección General de los Registros y del Notariado de 20.XI.2013 (RJ 2014, 511).

¹¹¹¹ Como es sabido, en el caso de las obligaciones convertibles la Ley exige que se acuerde el aumento de capital de forma simultánea a la emisión de las obligaciones convertibles, sin perjuicio de que la conversión pueda tener lugar en un momento futuro. Con ello se evita una eventual actitud omisiva de la sociedad (véase, García de Enterría, J. «Comentario del artículo 414», en la obra colectiva, *Comentario de la Ley de Sociedades de Capital* -Rojo, A., Beltrán, E. dirs.-, Civitas, Cizur Menor, 2011, página 2835).

¹¹¹² Por todos, Tapia Hermida, A. «Las obligaciones convertibles», *Revista de derecho de sociedades*, número 13, 1999, páginas 95-139.

¹¹¹³ Véase, García de Enterría, J. «Comentario del artículo 416», en la obra colectiva, *Comentario de la Ley de Sociedades de Capital* (Rojo, A., Beltrán, E. dirs.), Civitas, Cizur Menor, 2011, página 2841, y Fernández del Pozo, L. «Obligaciones convertibles y defensa de la integridad del capital social», *op. cit.*, *passim*.

¹¹¹⁴ El artículo 297.1.b) de la Ley de Sociedades de Capital («capital autorizado») recoge una excepción al principio general de la competencia de la junta general para acordar la ampliación del capital social. La junta general puede autorizar a los administradores para que acuerden en una o varias veces el aumento de capital hasta determinada cifra que consideren oportuno, con el límite de la mitad de aquél en el momento de la autorización, y, en el caso de las sociedades cotizadas, para que excluyan el derecho de suscripción preferente en atención al interés social (art. 506.1 LSC). En el «capital autorizado», se exige que la ampliación de capital se realice mediante aportaciones dinerarias, por contraposición al acuerdo de delegación de la ejecución del acuerdo adoptado por la junta general (el «capital delegado» ex art. 297.1.a LSC).

¹¹¹⁵ La Ley de Modificaciones Estructurales modificó el artículo 158 de la Ley de Sociedades Anónimas para limitar el derecho de suscripción o asunción preferente a los aumentos de capital con cargo a aportaciones dinerarias. La Ley de Sociedades de Capital ha mantenido este criterio y lo ha extendido a las sociedades de responsabilidad limitada.

abusivos para el socio minoritario (cfr. arts. 204.1.II LSC¹¹¹⁶ y 7.2 CC), ante la ausencia de prima de emisión o asunción para compensar el efecto dilutivo¹¹¹⁷ de la ampliación de capital social en la que se suprimía el derecho de suscripción o asunción preferente¹¹¹⁸ (art. 308.1.c LSC)¹¹¹⁹. La causa de la impugnación era el abuso de derecho (por la ausencia de prima de emisión o asunción preferente), no el daño causado al interés social (no lo hay, puesto que el efecto del «*debt-to-equity swap*» es la extinción de obligaciones y la liberación de recursos para otros fines). Es más, el interés social (entendido como la maximización sostenida del valor empresarial a medio y largo plazo) no tiene por qué estar necesariamente reñido con la liquidación concursal si la *empresa* se enajena como unidad económica en funcionamiento. Con todo, el posible carácter abusivo del acuerdo desde la perspectiva de los socios desaparece cuando la ampliación de capital

¹¹¹⁶ La Ley 31/2014, de 3 de diciembre, por la que se modifica la Ley de Sociedades de Capital para la mejora del gobierno corporativo (BOE de 4 de diciembre), ha positivizado aquella doctrina, introduciendo una nueva causa de impugnación de los acuerdos sociales (*Vid. Supra* II.2). El segundo párrafo del artículo 204.1 de la Ley de Sociedades de Capital establece que «*la lesión del interés social se produce también cuando el acuerdo, aun no causando daño al patrimonio social, se impone de manera abusiva por la mayoría. Se entiende que el acuerdo se impone de forma abusiva cuando, sin responder a una necesidad razonable de la sociedad, se adopta por la mayoría en interés propio y en detrimento injustificado de los demás socios*». Aunque se caracteriza como un acuerdo contrario al interés social, esta conceptualización no es correcta (pues, de otro modo, la norma sería superflua ex art. 204.1.I LSC). Por el contrario, se trata de acuerdos que, sin resultar necesarios para promover el interés social (o «*sin responder a una necesidad razonable de la sociedad*») se adoptan en perjuicio de la minoría, lo que los convierte en abusivos (art. 7.2 CC). El ejemplo paradigmático es el de los acuerdos de ampliación de capital con cargo a aportaciones dinerarias, donde, sin establecerse la necesidad del acuerdo para la consecución del objeto social ni prima de emisión o asunción, el socio mayoritario vota a favor del mismo con fines meramente dilutivos.

¹¹¹⁷ La prima de emisión o asunción permite salvaguardar el valor razonable de las acciones o participaciones, en la medida en que, mediante la aplicación de beneficios no distribuidos a reservas, aquél sea superior a su valor nominal.

¹¹¹⁸ En el aumento de capital por compensación de créditos no se cuestiona la idoneidad del acuerdo desde la perspectiva de la tutela del interés social (entendido como la maximización sostenida del valor empresarial a medio y largo plazo), sino su potencial carácter abusivo para los socios minoritarios, en atención a la falta de acreditación de la necesidad del acuerdo y/o al importe de la prima de emisión o asunción acordada (o a su supresión).

¹¹¹⁹ Véase, por ejemplo, la sentencia de la Audiencia Provincial de Madrid (sección 28ª), de 23.I.2009 (JUR 2009, 101002; ponente: Enrique García García). Véase, no obstante, la sentencia del Tribunal Supremo (sala primera), de 27.III.2009 (RJ 2009, 3288; ponente: Vicente Luis Montés).

por compensación de créditos es la alternativa a la liquidación (hay una *necesidad razonable de la sociedad* ex art. 204.1.II LSC)¹¹²⁰.

Aunque no sea por el efecto compensador del acuerdo de supresión del derecho de suscripción o asunción preferente, la doctrina judicial sobre el posible carácter abusivo del acuerdo de aumento sin prima sigue siendo relevante en la capitalización de créditos cuando el valor razonable de las acciones o participaciones es superior al valor nominal (cfr. art. 308.1.c LSC –aplicable a los aumentos de capital con cargo a aportaciones dinerarias–). Una cosa es que la capitalización de créditos persiga una necesidad razonable de la sociedad (superar su situación de insolvencia) y otra que la ausencia de prima esté justificada. Dicho de otro modo, lo que obedece a una causa razonable es el aumento, pero las condiciones del aumento no tienen por qué estar justificadas en todo caso. La sociedad precisa la cancelación de las deudas, pero el alcance del efecto dilutivo de la capitalización, ante la ausencia por imperativo legal de derecho de suscripción o asunción preferente, concierne a los socios¹¹²¹.

¹¹²⁰ La sentencia de la Audiencia Provincial de Madrid (sección 28ª), de 26.X.2015 (AC 2016, 94; ponente: Alberto Arribas) –caso SOS Corporación Alimentaria S.A.–, desestima la pretensión de los socios minoritarios que impugnaron ciertos acuerdos de ampliación de capital. A los efectos que aquí interesan, la minoría cuestionaba el acuerdo de revocación de otro previo, consistente en un aumento de capital con cargo a aportaciones dinerarias (0,5 € de nominal y 1,5025 € de prima), aprobado en la misma sesión de la junta donde se acordó otro aumento por compensación de créditos (idéntico coste por acción). La razón de revocar aquel acuerdo era que el importe del aumento no era suficiente para cubrir las necesidades de tesorería del plan de negocio de la sociedad. Así, junto al acuerdo de revocación, la junta había acordado tres aumentos de capital (uno con cargo a aportaciones dinerarias superiores a las del acuerdo revocado, otro por aportación de obligaciones convertibles y el último por compensación de créditos). En este segundo aumento de capital con cargo a aportaciones dinerarias, sin embargo, el precio de la acción es de medio euro, sin prima de emisión; valor inferior al valor de cotización de la acción al tiempo de celebrar la sesión de la junta general. Pues bien, la resolución indica (fundamento de derecho tercero) que no concurre motivo de anulabilidad por lesión del interés social dada la situación de pre-insolvencia de la sociedad: la ejecución del aumento de capital era condición suspensiva de la eficacia de cierto acuerdo de refinanciación, por lo que se encuentra justificación suficiente a la emisión de acciones a un precio inferior a su valor de cotización (respetándose en todo caso el derecho de suscripción preferente de los accionistas). La sentencia destaca, además, que el verdadero perjudicado fue el acreedor que compensó sus créditos a un coste tres veces superior al precio por el que todos los accionistas podrían suscribir ahora nuevas acciones. Finalmente, se recuerda que el perjuicio causado a un accionista no puede equipararse al daño producido al interés social, salvo casos de acuerdos abusivos: «*otra cosa es el carácter abusivo de un acuerdo de ampliación de capital por compensación de créditos en el que esté ausente el interés social y se busque diluir la participación de determinados socios, lo que aquí no se aprecia a la vista de la situación económica de la sociedad y la imperiosa necesidad de refinanciación. Además, el perjuicio de la demandante u otros accionistas no puede identificarse con la lesión del interés social*». Más discutible es el razonamiento del tribunal *ad quem* a propósito de la causa de la disminución del valor de mercado de la acción entre la fecha del segundo acuerdo social (1,58 €) -29.X.2010- y el 2.XII.2010 (0,6850 €). A juicio de la sala, esta caída confirma que el precio de suscripción es ajustado al valor otorgado por el mercado a la sociedad.

¹¹²¹ En el mismo sentido, Pulgar, J. «*Impugnación de acuerdos sociales abusivos y reestructuración societaria homologada*», *op. cit.*, página 19.

La determinación de la prima es libre. A menor prima, mayor porcentaje de derechos políticos (y económicos) atribuidos a los acreedores. Por ello, no debe descartarse la litigiosidad en esta materia cuando el aumento de capital por compensación de créditos sea condición suspensiva o contenido de un acuerdo de refinanciación (o contenido de un convenio) respecto de una sociedad que, aun siendo insolvente (incapaz de pagar de forma regular sus obligaciones exigibles), tenga un valor razonable superior a su pasivo exigible (es decir, cuando los socios se encuentren «*in the money*») ex artículo 204.1.II de la Ley de Sociedades de Capital. De hecho, es perfectamente posible que una sociedad que atravesase dificultades financieras atesore un patrimonio neto superior al capital social. La insolvencia no guarda relación con los desequilibrios patrimoniales (cfr. arts. 327 y 363.1.e) LSC), sino con la imposibilidad de pagar las obligaciones exigibles regularmente (art. 2.2 LC)¹¹²².

Sin embargo, en un caso como el descrito (aumento de capital por compensación de créditos, sin prima, acordado por una sociedad cuyos socios están «*in the money*»), la minoría disidente difícilmente podría alegar que el acuerdo es «contrario al interés social», por abusivo (art. 204.1.II LSC). Salvo que se pueda acreditar algún trato de favor concedido a la mayoría de los socios, la supresión de la prima únicamente beneficia a los acreedores que aspiran a tomar el control de la sociedad. Por tanto, aunque la decisión sobre la prima no responde a una «*necesidad razonable de la sociedad*», tampoco se trataría de un acuerdo adoptado «*por la mayoría en interés propio y en detrimento injustificado de los demás socios*». A diferencia de lo que ocurre cuando la causa de impugnación radica en la defensa del interés social, donde se establece la «atacabilidad» de los acuerdos adoptados «*en beneficio de uno o varios socios o de terceros*» (art. 204.1.I LSC), en el caso de los acuerdos abusivos, la norma se limita a señalar que el acuerdo se haya adoptado por la mayoría y en interés propio –no de un tercero (art. 204.1.II LSC)–. Además, aunque puede haber otros supuestos de abusividad (cfr. art. 7.2 CC)¹¹²³, difícilmente puede prosperar la impugnación de un acuerdo en cuya adopción no ha participado quien ha resultado beneficiado (los acreedores). Puesto que los acreedores no disponen de derecho de voto y la ausencia de prima perjudica por igual, proporcionalmente, a la mayoría y a la minoría disidente, no se trataría de un acuerdo abusivo *stricto sensu*. Cuestión

¹¹²² Véase, por ejemplo, la sentencia del Tribunal Supremo (sala primera), de 1.IV.2014 (RJ 2014, 2159; ponente: Rafael Sarazá).

¹¹²³ Pulgar, J. «*Impugnación de acuerdos sociales abusivos y reestructuración societaria homologada*», *op. cit.*, página 12, subraya que todavía cabe acudir a esta institución conforme a las normas generales del artículo 7.2 del Código Civil.

distinta es que el ejercicio de los derechos políticos inherentes a la condición de socio corresponda a los acreedores pignoratícios (art. 132.1 LSC).

La misma conclusión se alcanza cuando se trata de una ampliación de capital por compensación de créditos, sin prima, cuando los socios están «*out of the money*». Acreditado que el valor razonable de las acciones o participaciones es igual o inferior a su valor nominal, la única vía para sostener la impugnación del acuerdo, por abusivo, reside en argumentar que, sin responder a una necesidad razonable de la sociedad, la ampliación de capital se adopta por la mayoría en interés propio y en detrimento de la minoría. Sin embargo, el socio mayoritario (en su condición de tal) sufre la misma dilución (bien que proporcional) que el minoritario, pues el suscriptor o asuntor de las nuevas acciones o participaciones es un acreedor. En este caso, con mayor razón (socios «*out of the money*»), el posible abuso en el ejercicio de su derecho por parte de la mayoría es aún menos dable (art. 7.2 CC).

En definitiva, puesto que la toma de control de una sociedad en crisis no beneficia a la mayoría de socios que vota a favor de la capitalización de los créditos, las acciones de impugnación de la minoría sobre el carácter abusivo de la ausencia de prima no deberían prosperar. Por la misma razón, debería matizarse la doctrina de la Dirección General de los Registros y del Notariado a propósito del carácter imperativo del derecho de suscripción o asunción preferente en las «operaciones acordeón». La resolución de 20.XI.2013 estableció, tajantemente, la imperatividad del derecho de suscripción o asunción preferente en las «operaciones acordeón» (art. 343 LSC): «*existiendo en el derecho de sociedades mecanismos de salida del socio disidente, no podrá utilizarse la operación acordeón para conseguir este objetivo*». El caso era una sociedad de responsabilidad limitada que acordó operación de acordeón donde la ampliación de capital se haría por compensación de créditos. La condición de acreedores sólo recaía sobre los socios que votaron a favor del acuerdo social. El Centro Directivo concluye que «*la sociedad podía haber cumplido el imperativo precepto 343 de la Ley de Sociedades de Capital y con ello los principios generales señalados, previendo que un aumento de capital por tramos o mixto, en el que los socios que no pudieran acudir, por la naturaleza de su aportación, a la compensación de los créditos preexistentes, pudieran, en proporción a su participación preexistente en el capital social, contribuir al procedimiento de saneamiento social y asumir mediante aportaciones dinerarias la parte correspondiente a su cuota inicial en el mismo*». Nuevamente, este supuesto difiere de la capitalización de créditos que realizan terceros que no reúnen la condición de socios. En el caso de que se hiciera en el marco de una operación acordeón, la mayoría

favorable a la adopción del acuerdo estaría votando a favor de su propia exclusión, lo que haría decaer la ratio del artículo 363.2 de la Ley de Sociedades de Capital y la posible abusividad en el ejercicio de los derechos políticos (arts. 7.2 CC). Ahora bien, por esta misma razón difícilmente se dará este supuesto en la práctica, salvo que los acreedores estén legitimados los derechos políticos inherentes a la condición de socio para ejercitar frente a la sociedad (art. 132.1 LSC), en cuyo caso, nuevamente, la cuestión de la abusividad podría traerse a colación (arts. 204.1.II LSC).

Por el contrario, en caso de concurso, ante la propuesta de un convenio de continuidad (patrocinado por los acreedores *ex art.* 113 LC), la imperatividad del artículo 363.2 de la Ley de Sociedades de Capital debería excepcionarse si el valor de la empresa es inferior a la deuda y, por tanto, los socios se encuentran «*out of the money*». La asignación de derechos políticos debería realizarse con base en el valor razonable de la empresa, de modo que los acreedores «*junior*» dentro de los que ostentan un interés económico realizable deberían tomar el control de la sociedad¹¹²⁴. Por la misma razón, si la entrada de los acreedores en el capital se hiciera a través de una «operación acordeón» para enjugar previamente las pérdidas, salvo pacto en contrario, los socios no deberían tener un derecho de asunción o suscripción preferente puesto que no tienen un interés económico realizable en la sociedad. No hay «expropiación» ni «exclusión», sino estricta observancia de las reglas imperativas de prelación de pagos (que deberían ser aplicables a la solución liquidativa y a la convencional por igual). Sin embargo, a diferencia de la experiencia

¹¹²⁴ Por ejemplo, sea una sociedad de proyecto declarada en concurso con un pasivo de 100 millones, de los cuales: 40 millones corresponden a créditos financieros con privilegio especial, 35 millones a créditos financieros ordinarios por exceder del valor de las garantías reales correspondientes (art. 94.5 LC) y 25 millones a préstamos participativos concedidos por los socios. El valor razonable de la empresa es 70 (por lo que la deuda que puede asumir la sociedad no puede exceder de esta cuantía¹¹²⁴). Los socios se hallan «*out of the money*», pues su derecho económico no es realizable porque la valoración de la empresa no es ni siquiera suficiente para pagar a los créditos ordinarios (lo mismo ocurre con los acreedores de créditos subordinados). En consecuencia, salvo pacto en contrario, el respeto a las reglas imperativas de prelación de pagos impide la imposición de quitas a los acreedores si los socios mantienen su participación en el capital social del deudor. La propuesta de convenio (patrocinada por los acreedores financieros) contempla, atendiendo a dicha valoración, una nueva estructura financiera para la sociedad (convenio de continuidad): 10 millones de patrimonio neto y 60 millones de pasivo exigible a largo plazo. Pues bien, de los 60 millones de deuda disponibles, 40 corresponderían a los acreedores con privilegio especial (si se adhirieran como clase *ex art.* 134.3 LC) y 20 a los créditos financieros ordinarios que, no obstante, capitalizarían 10 millones como patrimonio neto (capital y prima), soportando una quita implícita de 5 millones. Los acreedores de créditos subordinados no obtendrían ningún tipo de recuperación y los socios perderían la titularidad de la sociedad al estar «*out of the money*».

del derecho comparado (en el ámbito comunitario, señaladamente el alemán¹¹²⁵), el derecho español carece de norma alguna que faculte al juez del concurso para suprimir el ejercicio de derechos políticos de los socios en interés del concurso (ya no sólo los de asunción o suscripción preferente, sino, incluso, para llevar a cabo las modificaciones estatutarias o estructurales contempladas por la propuesta de convenio judicialmente aprobadas). Al contrario, el deudor puede frustrar la solución aprobada por los acreedores pidiendo la liquidación en cualquier momento, incluso durante la fase de cumplimiento del convenio (arts. 128.3 y 142.1 LC).

Mucho más discutible es que los socios se vean privados de sus derechos políticos al margen del concurso, en el marco de la estructura de gobierno corporativo del derecho societario (arts. 164.1, 165.2, 172.2.1^o y 172 *bis* LC)¹¹²⁶. Debería diferenciarse claramente entre ambas estructuras de gobierno corporativo (la societaria y la concursal) para reducir la inseguridad jurídica susceptible de afectar al desempeño de los administradores, lo que es absolutamente contraproducente¹¹²⁷.

Con todo, la homologación de un acuerdo de refinanciación que contemple la capitalización de créditos no obsta para el ejercicio de acciones de impugnación por parte de la minoría disidente en atención a la determinación de la prima de emisión o asunción (art. 71 *bis*.1 LSC y disp. ad. 4^a LC). El informe preceptivo del experto independiente puede contribuir a la minimización de este riesgo. Además de pronunciarse sobre la idoneidad del acuerdo de refinanciación (capitalización incluida) para remover la situación de insolvencia, sería conveniente que el informe hiciera referencia a la valoración de la empresa, de modo que pudiera determinarse

¹¹²⁵ Véase Schmidt, K. «¿Desbanca el derecho concursal al derecho de sociedades? Disputas societarias, *debt-to-equity swap* y *take-over*», *op. cit.*, páginas 303 a 314. El profesor Schmidt expone el cambio en el gobierno corporativo al que da lugar la declaración de concurso en Alemania a partir de la reforma operada por la denominada como Ley ESUG (Ley de 7.XII.2011, que entró en vigor el 1 de marzo de 2012). En particular, la sección 245 habilita al juez para suplir la voluntad social en todas aquellas situaciones en las que los socios puedan obstruir la solución judicial a la insolvencia pactada por los acreedores (*Vid. Supra* VI.3.2). No en vano, el profesor Schmidt concluye (página 12) que: «*el mejor camino a seguir desde la perspectiva del socio será, por lo general, llevar a cabo y ejecutar el saneamiento empresarial sin tener que recurrir a la apertura del procedimiento concursal*». Véase, asimismo, Plank, L., Meyer-Löwy, B. y Pickerill, C. «*The New German Insolvency Code: Decoding Improvements and Remaining Risks*», *American Bankruptcy Institute Journal*, Vol. XXXI, n^o 2, marzo de 2012, páginas 1-3: «*this should lead to broader implementation of debt-equity swaps, in which fulcrum creditors whose claims are "in the money" exchange their claims for shares in the reorganized debtor (...). Each of these changes will lead both to greater process certainty and more effective means of restructuring a company over the dissent of hold-out stakeholders*».

¹¹²⁶ Pulgar, J. «*Impugnación de acuerdos sociales abusivos y reestructuración societaria homologada*», *op. cit.*, página 13, quien parece sostener la opinión contraria. *Vid. Supra* IX.

¹¹²⁷ *Vid. Supra* III.9 y IV.3.2.

si los socios, en caso de estar «*out of the money*» (valor razonable inferior al pasivo exigible), han perdido su legitimidad para ejercitar los derechos políticos (por tener incentivos desalineados con el interés social), que es lo que presume la Ley Concursal *iuris et de iure*¹¹²⁸.

El punto del informe sobre la razonabilidad (idoneidad) del acuerdo de refinanciación para remover la situación de insolvencia reforzaría aún más la defensa frente a acciones de impugnación de los acuerdos sociales por ser contrarios al interés social (art. 204.1.I LSC)¹¹²⁹. Ningún acuerdo de capitalización de créditos puede ser nocivo para el interés social, pues la sociedad extingue deuda y libera recursos para destinarlos a otros fines. Por tanto, la existencia de informes contradictorios no debería llevar a la conclusión de que el acuerdo es impugnabile por esa razón (el art. 71 bis.4, que sólo contempla la solicitud de experto independiente a instancia del deudor o de los acreedores, no impide que la minoría disidente pueda proponer una prueba pericial con idéntica finalidad).

El segundo punto del informe (valoración de la empresa) es útil en un eventual procedimiento de impugnación de acuerdos sociales posterior atendiendo a su carácter abusivo por la cuantía (o inexistencia) de prima de emisión o asunción¹¹³⁰. Es decir, el acuerdo puede obedecer a una causa razonable para la sociedad, pero no para la minoría disidente¹¹³¹. A pesar de las dificultades de declarar abusivo el ejercicio de un derecho que no beneficia a su titular (cfr. arts. 204.1.II LSC y 7.2 CC), la valoración de la empresa (a cargo de los distintos peritos) permitiría determinar el importe de la prima (teórica) si el valor razonable de las acciones o participaciones es superior al nominal. Si es inferior, no habría justificación económica para el reconocimiento de la prima. Con todo, la determinación de la prima puede no ser inocua para el interés social, pues los acreedores podrían rechazar la capitalización de créditos si no asumen el control de la sociedad. Atendiendo a todas estas consideraciones, sería conveniente poder incluir un *petitum* adicional en la solicitud de homologación, a propósito de la razonabilidad de la determinación de la ecuación de canje y, en su caso, de la prima. Sin embargo, las características del procedimiento

¹¹²⁸ Vid. *Supra* IX.2.

¹¹²⁹ Vid. *Supra* IX.2.1.

¹¹³⁰ Vid. *Supra* IX.2.2.

¹¹³¹ La determinación de la prima no incide en la situación financiera de la sociedad (aunque, cuanto más elevada la cifra de capital, más improbable es que pueda haber una situación de desequilibrio patrimonial ex arts. 327 y 363.1.e LSC).

de homologación, donde las controversias se trasladan al incidente de impugnación (entre cuyas causas tasadas no aparecen las que puedan concernir a los socios¹¹³²), imposibilitan esta opción (disp. ad. 4^a.6 y 7 LC).

4. Las competencias implícitas y la intervención de la junta general en materia de gestión empresarial

El reforzamiento de las competencias de la junta general tampoco contribuye a paliar el problema de gobierno corporativo de la empresa en crisis. Por ejemplo, la junta general podría instruir al órgano de administración (o incluso introducir una modificación estatutaria) para truncar las negociaciones encaminadas a celebrar un acuerdo de refinanciación susceptible de solucionar la situación de insolvencia a cambio de ceder el control de la sociedad (art. 161 LSC). Esta situación, acaso subsumible en el ámbito de aplicación del artículo 165.2 de la Ley Concursal, podría, a lo sumo, habilitar a los acreedores para impugnar el acuerdo de la junta (art. 206.1 LSC) por ser perjudicial para el interés social (art. 204.1 LSC). Si se diera el presupuesto objetivo para ello (insuficiente patrimonial), cabría también el ejercicio de la acción social (art. 240 LSC), siempre y cuando la junta no hubiera renunciado, mediante acuerdo subsiguiente, a la misma, en cuyo caso sólo cabría impugnar el acuerdo (pues los administradores podrían excepcionar el acuerdo de renuncia como hecho excluyente). Además, como no habría conflicto de interés transaccional, cabría oponer también (frente a la acción de impugnación o en la social) la regla de la protección de la discrecionalidad empresarial (art. 226.1 LSC). Podría evitarse la aplicación de la «*business judgment rule*» caracterizando esta conducta (por identidad de razón) como contraria al deber de neutralidad (no al de diligencia), pero, al tratarse de una ruptura de negociaciones, difícilmente prosperaría.

Ante el fracaso de los mecanismos de «*creditor monitoring o governance*» de la solución contractual¹¹³³, la alternativa a disposición de los acreedores es la legitimación para solicitar la declaración de concurso necesario del deudor. Además de atender al problema de acción colectiva propio del conflicto de interés «horizontal» entre los acreedores¹¹³⁴, el concurso de acreedores está concebido, en el

¹¹³² Recalde, A. «Protección del socio con ocasión de los cambios de control en la sociedad deudora realizados en ejecución de acuerdos de refinanciación mediante conversión de créditos en capital», *op. cit.*, destaca asimismo esta circunstancia.

¹¹³³ *Vid. Supra* V.4.

¹¹³⁴ *Vid. Supra* I.1.2 y V.1.

marco del conflicto de interés «vertical» entre socios y acreedores, como la alternativa residual para desencadenar un cambio en el gobierno corporativo de la empresa en crisis¹¹³⁵.

Sin embargo, la declaración de concurso en derecho español no produce semejante cambio en el gobierno corporativo de la empresa en crisis. Los órganos sociales mantienen sus competencias, sin perjuicio del régimen de intervención o suspensión (arts. 40 y 48.1 LC). Por tanto, si se da el problema de agencia asociado al conflicto de interés entre socios y acreedores (porque la valoración es inferior al pasivo exigible), normas como los artículos 160 f) y 161 de la Ley de Sociedades de Capital contribuyen a acrecentar el problema, pues refuerzan los derechos políticos de los socios a pesar de estar «*out of the money*». Los cuatro ejemplos que se exponen a continuación permiten exponer con mayor claridad el problema.

Primer ejemplo. En el marco de la fase común (sección tercera), donde del deudor ha sido intervenido¹¹³⁶, la administración concursal plantea la enajenación de un activo esencial para financiar la continuidad de la actividad empresarial durante el concurso¹¹³⁷. Aunque considera que es un acto de disposición indispensable para garantizar la viabilidad de la empresa (art. 43.3.1º LC), pretende solicitar autorización al juez del concurso porque prevé la oposición de los socios sobre la base de cierta información facilitada por el órgano de administración (arts. 36.6 y 43.2 LC). El deudor presenta un escrito oponiéndose a la enajenación del activo esencial, indicando que es preciso el acuerdo de la junta general (art. 160 f LSC). Un acreedor presenta un escrito en apoyo de la solicitud de la administración concursal. ¿Cabría la autorización judicial sin recabar el previo acuerdo de la junta (art. 160 f LSC)?

¹¹³⁵ Vid. *Supra* V.5 y VI.1.

¹¹³⁶ Si el deudor está en régimen de suspensión, no cabe duda de que la iniciativa de la enajenación del activo esencial corresponde a la administración concursal (art. 40.2 LC). En caso de intervención, la administración concursal carecería de facultades para tomar esta decisión (art. 40.1 LC), aunque el artículo 43.3.1º de la Ley, atendiendo a la necesidad de la enajenación, proporciona argumentos para defender lo contrario (de forma similar a lo que ocurriría, por ejemplo, en materia de rehabilitación (arts. 68 y 69 LC). Con todo, ante la oposición del órgano de administración, la administración concursal puede solicitar el cambio del régimen de intervención a suspensión (art. 40.4 LC). Alternativamente, la administración concursal podría acudir al expediente de la previa autorización judicial, donde el deudor podría oponerse a la enajenación del activo esencial (éste es el caso que se analiza en este ejemplo).

¹¹³⁷ El carácter indispensable de los actos de disposición para garantizar la viabilidad de la empresa o las necesidades de tesorería que exija la continuidad del concurso (art. 43.3.1º LC) permitiría argumentar que, al igual que ocurre con la rehabilitación y la enervación del desahucio (arts. 68 a 70 LC), la iniciativa podría corresponder a la administración concursal (aunque siempre sería necesario, en última instancia, el acuerdo de la junta general *ex art.160 f LSC*).

Si no se solicita el consentimiento de los acreedores, quienes, en beneficio del común, ven reducidos sus derechos sustantivos y procesales con la declaración de concurso, los socios tampoco deberían disponer de este derecho político. Estrictamente, los socios no deberían poder oponerse a la enajenación del activo esencial cuando la valoración de la empresa fuera inferior al pasivo exigible (cuando estuvieran «*out of the money*»). Sin embargo, aunque el interés de los socios sea realizable económicamente, si la administración concursal considera, como órgano necesario del concurso, la necesidad de la enajenación del activo esencial para garantizar la viabilidad de la empresa, y el órgano jurisdiccional otorga la autorización, no debería prosperar la impugnación del auto por no haber recabado la autorización de la junta general. Por estas y otras razones prácticas, así como la propia seguridad jurídica (el gobierno corporativo no puede depender de la valoración puntual de la empresa), la tesis que se sostiene en este trabajo es que la reasignación de derechos políticos debería ocurrir con la mera declaración de concurso, reservando la cuestión esencial de la valoración de la empresa a la solución del concurso (convenio o liquidación)¹¹³⁸.

Siguiendo con el ejemplo expuesto, bajo el régimen de suspensión también existe riesgo de bloqueo respecto a las competencias exclusivas de la junta general en materia de gestión empresarial¹¹³⁹. La administración concursal podría desautorizar el acuerdo de enajenación de un activo esencial¹¹⁴⁰ (o instrucciones en materia de intervención en asuntos de gestión *ex art. 161 LSC*), pero no podría adoptar la decisión, pues la sustitución no alcanzaría a las materias que recaen dentro del ámbito competencial de la junta general¹¹⁴¹. Es recomendable, por ello, una reforma que habilite a la administración concursal a sustituir a la junta general dentro de su ámbito competencial por lo que respecta a las facultades de administración (gestión empresarial *ex art. 161 LSC*) y disposición del patrimonio del deudor (activos esenciales *ex art. 160 f LSC* y otras materias que hayan sido objeto de reserva

¹¹³⁸ Con todo, el cambio en el gobierno corporativo que se propone asociar a la mera declaración de concurso no alcanzaría a la reasignación de derechos políticos asociados a la condición de socio, sino a limitar ciertas competencias y facultades procesales en el seno del concurso.

¹¹³⁹ *Vid. Supra* VI.2.3.

¹¹⁴⁰ A propósito de las consecuencias prácticas del reconocimiento de las competencias implícitas de la junta general con relación a las situaciones de insolvencia, véase Álvarez, S. y Sánchez, J. «La nueva competencia de la junta general sobre activos esenciales: a vueltas con el artículo 160 f LSC», *Diario La Ley*, nº 8546, páginas 1 a 36 (especialmente: páginas 15 a 16).

¹¹⁴¹ La interpretación sistemática con el primer apartado del artículo 48 debería llevar a la conclusión de que la suspensión (efecto sustitutivo) alcanza también a este ámbito competencial de la junta general (el poder de disposición sobre activos esenciales): «*durante la tramitación del concurso se mantendrán los órganos de la persona jurídica, sin perjuicio de los efectos que sobre su funcionamiento produzca la intervención o la suspensión de sus facultades de administración y disposición*».

estatutaria). De este modo, la administración concursal no precisaría recabar el acuerdo de la junta general, autorizando a la disposición del activo esencial, como condición previa para solicitar la autorización judicial (o para llevar a cabo la enajenación sin autorización en los casos que permite el art. 43.3 LC) durante la fase común (sección tercera).

Segundo ejemplo. Ciertos acreedores proponen un convenio de asunción. Un tercero adquiere la empresa como unidad económica en funcionamiento en contraprestación por la asunción del pasivo concursal reestructurado conforme a la propuesta. La propuesta obtiene las mayorías necesarias para su aprobación y el órgano de administración no instruye a la dirección letrada y al procurador para que solicite la apertura de la liquidación (art. 128.3 LC). ¿Es necesario el acuerdo de la junta general? La doctrina científica ha sostenido la necesidad de someter el acuerdo a la «voluntad soberana» de la junta general¹¹⁴². Cabe incidir, nuevamente, en las razones anteriores que abonan anudar la declaración de concurso a un cambio en el gobierno corporativo de la empresa en crisis mucho más acusado que el actual.

Tercer ejemplo. El juez del concurso ha aprobado, mediante la oportuna sentencia, una propuesta de convenio de continuidad de una sociedad anónima, que contemplaba la emisión de obligaciones convertibles (con renuncia al derecho de suscripción preferente *ex* arts. 304.2, 308 y 416 LSC). Durante la fase de cumplimiento de convenio, y ante el acaecimiento inminente de uno de los hitos habilitadores de la convertibilidad, la junta general instruye al órgano de administración para solicitar la apertura de la fase de liquidación (arts. 161 LSC y 142.1 LSC). En caso de que el órgano de administración no observe la instrucción, y asumiendo que el valor razonable de la empresa es inferior a la deuda, ¿cabe ejercitar la acción social de responsabilidad por parte de los acreedores (art. 240 LSC)? El acuerdo de la junta general no sería necesariamente contrario al interés social porque la liquidación concursal permite transmitir la empresa como unidad económica en funcionamiento (cfr. art. 204.1.I LSC), por lo que los administradores deberían cumplir con la instrucción. Como consecuencia de la aprobación judicial del convenio, cesa la restricción en la legitimación activa para ejercitar la acción social de responsabilidad (el daño sería testimonial).

¹¹⁴² Álvarez, S. y Sánchez, J. «La nueva competencia de la junta general sobre activos esenciales: a vueltas con el artículo 160 f LSC», *op. cit.*, páginas 15 a 16.

Cuarto ejemplo. La propuesta de convenio, aprobada unánimemente por las clases oportunas de acreedores, contempla la capitalización de parte de los créditos. Pese a la convocatoria del órgano de administración, la junta no se constituye porque no hay quórum. Tras un nuevo intento, se constituye la junta general, pero no se adopta el acuerdo de modificación estatutaria. El cambio en el gobierno corporativo que se propone asociar a la mera declaración de concurso no alcanzaría a la reasignación de derechos políticos asociados a la condición de socio, sino a limitar ciertas competencias y facultades procesales en el seno del concurso. La cuestión de la valoración de la empresa se reserva a la solución del concurso, donde podría darse el cambio de control de la empresa en crisis. Sin embargo, como quiera que esa toma de control precisa de un previo acuerdo de la junta general (la modificación estatutaria para ampliar el capital), los acreedores deberían poder solicitar del órgano jurisdiccional oportuno la emisión de la declaración de voluntad oportuna ante una situación de bloqueo como la descrita¹¹⁴³.

Quinto ejemplo. El juzgado aprueba el plan de liquidación que contempla la enajenación de la empresa como unidad económica en funcionamiento a través de subasta. ¿Es preciso recabar el acuerdo de la junta general a la hora de adjudicar la empresa al mejor postor? Puesto que la apertura de la fase de liquidación conlleva automáticamente la disolución de la sociedad, así como la suspensión y sustitución del órgano de administración por la administración concursal (y no se trata de una facultad procesal) no sería necesario¹¹⁴⁴.

Por las razones expuestas, y con el objetivo de mitigar los costes de agencia asociados al conflicto de interés potencial que puede ocurrir entre socios y acreedores en situaciones de crisis empresarial, se propone limitar el ámbito de aplicación de los

¹¹⁴³ *Vid. Supra* VI.2.5.

¹¹⁴⁴ Álvarez, S. y Sánchez, J. «La nueva competencia de la junta general sobre activos esenciales: a vueltas con el artículo 160 f LSC», *op. cit.*, páginas 15 a 16. Asimismo, Recalde, A. «Comentario del artículo 160», en la obra colectiva *Comentario de la reforma del régimen de las sociedades de capital en materia de gobierno corporativo (Ley 31/2014) [Sociedades no cotizadas]*, Juste J. (coord.), Cizur Menor, Civitas, 2015, biblioteca online: «si la sociedad entró en fase de liquidación no cabe invocar la norma para exigir el acuerdo de la junta para actos de disposición que pudieran ejercitarse en el marco del correspondiente proceso de liquidación. Lo que la norma pretende es que no se altere el reparto legal de competencias entre los administradores y el órgano que expresa la voluntad de los socios, porque aquellos invadan competencias que la ley y los estatutos atribuyen a los socios. En cambio, los liquidadores incluso aunque hubieran sido administradores de la sociedad, se les nombre para deshacerse de los activos de la sociedad; tanto los no esenciales como los esenciales. Por ello, no tiene sentido que se les obligue a consultar a la junta si realizan actos cuya conclusión y ejecución entra de lleno dentro del cometido para el que fueron designados. En esta situación no se ve afectado ni disminuido el poder de los socios para decidir sobre las operaciones que la ley le atribuye. Tampoco se puede obligar a la junta a pronunciarse respecto de actos dispositivos que se ejecuten en el marco de una liquidación concursal».

artículos 160 f) y 161 de la Ley de Sociedades de Capital una vez que se declara el concurso de acreedores. Idealmente, esta limitación debería obedecer a la constatación de que el valor de la empresa es inferior al de la deuda. Sin embargo, la seguridad impone, como ocurre en el marco de la estructura de gobierno corporativo del derecho societario, que la reasignación de los derechos políticos no dependa de un elemento de hecho cambiante como es la valoración de la empresa.

5. Acuerdos sociales contrarios a pactos parasociales «omnilaterales»

La práctica revela como habituales los pactos parasociales donde determinadas materias se someten al régimen de unanimidad (lo que impide su plasmación en los estatutos sociales). Un ejemplo puede ser el de los acuerdos de aumento de capital, donde los socios disponen de un derecho de veto contractual.

El socio minoritario que vote en contra del acuerdo (o incluso a favor del mismo, a los meros efectos de evitar el riesgo de aplicación del art. 165.2 LC) dispone de un crédito resarcitorio contra todos los demás socios (arts. 1101 y ss. CC). Cuestión mucho más controvertida es si dispone de legitimación para impugnar el acuerdo social¹¹⁴⁵. Los últimos pronunciamientos doctrinales parecen decantarse por esta posibilidad¹¹⁴⁶ si (i) la sociedad es parte del pacto parasocial, (ii) el acuerdo es «omnilateral», (iii) no despliega efectos frente a terceros ajenos al mismo (art. 1257 CC) –en este caso la acción se dirige contra la sociedad *ex* artículo 206.3 de la Ley de Sociedades de Capital– y (iv) no resulta contrario a norma imperativa (art. 1255 CC). Sin perjuicio de que un reciente pronunciamiento *obiter dicta* del Tribunal Supremo parece ser contrario a esta tesis ¹¹⁴⁷ (a pesar de ciertos pronunciamientos menores relevantes¹¹⁴⁸), en este caso el pacto parasocial (el régimen de unanimidad) sería contrario a norma imperativa (arts. 200.1 y 201.3 LSC), por lo que la impugnación no podría prosperar. Además, la ampliación de capital por capitalización de créditos

¹¹⁴⁵ Véase las notas a pie 60 y 64.

¹¹⁴⁶ Véase, por todos, Noval, J. *Los pactos omnilaterales: su oponibilidad a la sociedad. Diferencias y similitudes con los estatutos y los pactos parasociales*, Cizur Menor, Civitas, 2013.

¹¹⁴⁷ Sentencia de 25.II.2016 (RJ 2016, 635; ponente: Rafael Sarazá).

¹¹⁴⁸ Véase, por todas, las sentencias de la Audiencia Provincial de Vizcaya (sección 4^a) de 19.VII.2016 núm. 462/2016; ponente: Ana Belén Iracheta); de la Audiencia Provincial de Madrid (sección 28^a) de 22.IV.2016 (JUR 2016, 125166; ponente: Borja Villena); y de la Audiencia Provincial de Barcelona (sección 15^a) de 31.III.2016 (JUR 2016, 130508; ponente: Juan Francisco Garnica). En la segunda, se afirma la posibilidad de impugnar un acuerdo social con base en el incumplimiento de un pacto parasocial omnilateral, aunque se exige una causa adicional (en este caso, la abusividad del acuerdo respecto al minoritario).

obedece al interés social porque extingue deuda y permite liberar recursos para otros fines. Por ello, el disidente sólo podría impugnar el acuerdo por abusivo (art. 204.1.II LSC), pero no debería prosperar porque el régimen de unanimidad es contrario a norma imperativa.

6. Legitimación de los acreedores para impugnar acuerdos sociales

También puede darse la situación inversa. Los acreedores pueden impugnar acuerdos de la junta general contrarios al interés social (aunque no del consejo de administración *ex art. 251.1 LSC*). No es necesario acudir al remedio subsidiario de la acción subrogatoria del artículo 1111 del Código Civil. El artículo 206.1 de la Ley de Sociedades de Capital atribuye legitimación a quien ostente interés legítimo. Este requisito se verificaría cuando la situación de insolvencia inminente o actual reduzca el valor razonable de la empresa a una cifra inferior al pasivo exigible de la sociedad. Es una novedad relevante. Antes de la reforma operada por la Ley 31/2014, de 3 de diciembre, por la que se modifica la Ley de Sociedades de Capital para la mejora del gobierno corporativo (BOE de 4 de diciembre), los acreedores únicamente contaban legitimación para impugnar los acuerdos sociales nulos (lo que excluía a los acuerdos contrarios al interés social).

Puesto que la «amenaza» del artículo 165.2 de la Ley Concursal puede ser inidónea para tomar el control de la sociedad (máxime cuando la declaración de concurso no supone un auténtico cambio en el gobierno corporativo de la empresa)¹¹⁴⁹, los acreedores podrían plantearse impugnar el acuerdo social contrario a la capitalización de créditos.

La cuestión se circunscribe dentro del debate en torno a la impugnabilidad de los «acuerdos negativos»¹¹⁵⁰; esto es, propuestas de acuerdo que han sido sometidas a deliberación, pero que no han resultado aprobadas, debido a que no se han alcanzado las mayorías preceptivas para ello. Los detractores de esta opción afirman que la ausencia de acuerdo cercena la posibilidad de impugnación porque «*los Tribunales*

¹¹⁴⁹ *Vid. Supra IX.*

¹¹⁵⁰ La doctrina científica más autorizada ha establecido una clasificación entre «acuerdos existentes» (acuerdos adoptados), «acuerdos inexistentes» (pero que constan formalmente como adoptados por la sociedad) y «acuerdos negativos» (propuestas de acuerdos que no han alcanzado la mayoría necesaria para su aprobación). Véase, por todos, Rojo, A. «Comentario del artículo 204», en la obra colectiva *Comentario de la Ley de Sociedades de Capital, op. cit.*, páginas 1434 a 1446 (especialmente: páginas 1436 a 1438).

*no pueden sustituir la voluntad social»*¹¹⁵¹. La tesis favorable a la impugnación ha encontrado sin embargo amparo en la doctrina de la sala primera del Tribunal Supremo¹¹⁵²; con una excepción: no procede acudir a la vía impugnatoria ante la existencia de una ley especial. El caso paradigmático es el acuerdo contrario a ejercitar la acción social cuando el demandante ostenta legitimación subsidiaria para hacerlo en nombre de la sociedad (art. 239 LSC)¹¹⁵³.

Cuando la sociedad carece de patrimonio suficiente para pagar a todos los acreedores (pero sin estar en desbalance patrimonial *ex art. 363.1 e LSC*), ni el consejo ni los socios constituidos en junta tienen deber jurídico alguno de proponer y adoptar, respectivamente, la ampliación de capital por compensación de créditos. La pregunta es si el «incentivo» que establece el artículo 165.2 de la Ley de Sociedades de Capital es suficiente como para considerar que la Ley establece un remedio especial en estas situaciones (lo que, según el Tribunal Supremo, impediría impugnar el acuerdo negativo). Como la apertura de la sección sexta depende de una serie de circunstancias adicionales (declaración de concurso, convenio gravoso o liquidación), los acreedores deberían poder impugnar el acuerdo social contrario a la capitalización de los créditos. Evidentemente, la obtención de una eventual sentencia estimatoria y su ejecución se compadece mal con los tiempos que requiere un acuerdo de refinanciación en la práctica.

¹¹⁵¹ *Idem*, página 1438. En el mismo sentido, Pulgar, J. «*Impugnación de acuerdos sociales abusivos y reestructuración societaria homologada*», *op. cit.*, páginas 21 a 23, quien considera que el derecho español precisa de una solución similar a la establecida por el derecho alemán, que, en situaciones de insolvencia, faculta al juez para suplir la voluntad de los socios constituidos en junta.

¹¹⁵² Véase, por todas, la sentencia del Tribunal Supremo (sala primera) de 27.III.2001 (RJ 2001, 4767; ponente: Román García Varela). Entre la doctrina judicial, véase, sin embargo, la sentencia de la Audiencia Provincial de Barcelona (sección 15^a), de 25.VII.2014 (JUR 2014, 257166, ponente: Jordi Lluís Forgas), aunque se da a entender, en el fundamento de derecho séptimo, que la solución podría haber sido otra, si se hubiera incluido en el *petitum* la solicitud de adopción del «acuerdo negativo». Entre la doctrina científica, véase Alfaro, J. y Massaguer, J. «Comentario del artículo 204», en la obra colectiva *Comentario de la reforma del régimen de las sociedades de capital en materia de gobierno corporativo (Ley 31/2014) [Sociedades no cotizadas]*, Juste J. (coord.), Cizur Menor, Civitas, 2015, biblioteca online.

¹¹⁵³ Véase la sentencia del Tribunal Supremo (sala primera), de 2.VI.2015 (JUR 2015, 170459; ponente: Ignacio Sancho). En el fundamento de derecho noveno se establece que: «*acuerdo lo hay, aunque su contenido sea que la sociedad no ejercite la acción social de responsabilidad. La improcedencia de la impugnación de este acuerdo radica en que la Ley ya prevé cómo se puede recabar el auxilio judicial para contradecir lo acordado y hacer efectivo lo pretendido con el acuerdo. Más que su impugnación, la Ley contempla que los accionistas minoritarios que tengan un 5 por ciento del capital social puedan, en ese caso en que la junta rechaza el ejercicio de las acciones de responsabilidad por parte de la sociedad, ejercitar directamente la acción social, de forma subsidiaria y en interés de la sociedad*».

En otro orden de ideas, el régimen de impugnación de acuerdos de la junta y del consejo difiere en materia de legitimación: los acreedores no tienen derecho a impugnar los acuerdos del órgano colegiado de administración (arts. 206.1.I y 251.1 LSC); por ejemplo, el acuerdo para solicitar la apertura de la fase de liquidación. Aun así, la tutela efectiva requeriría una medida cautelar dictada por un juzgado mercantil (que no tendría por qué coincidir necesariamente con el del concurso). Atendiendo a la facultad libérrima del deudor (art. 142.1 LC)¹¹⁵⁴, difícilmente concurriría el requisito de la apariencia de buen derecho.

7. Legitimación subsidiaria para el ejercicio de la acción social y ejercicio de acciones individuales de responsabilidad por socios y acreedores

Aunque la sociedad sea insolvente (haya sido o no declarada en concurso), los administradores deben procurar la maximización del valor razonable de la empresa, de forma sostenida, a medio y largo plazo (pues no varía el interés social¹¹⁵⁵ ni el destinatario de los deberes fiduciarios¹¹⁵⁶). Los administradores deben centrar su labor y esfuerzo en el «activo», la parte deudora del balance, sin importar cómo está financiada la empresa. Deben ser impermeables a los cambios en la condición de «*residual claimants*» (los beneficiarios marginales de la optimización de la gestión).

Esta solución supone reconocer una excepción de fondo frente al ejercicio de acciones *individuales* de responsabilidad, fundadas en que los administradores no están atendiendo como deberían al interés de unos (socios) u otros (acreedores). Se trata, en palabras del *Chancellor Leo E. Strine*¹¹⁵⁷, de un «escudo» a favor de los administradores frente a acciones individuales de los socios cuando, en situaciones de insolvencia como la contemplada en este trabajo, las decisiones que maximizan el valor sostenido de la empresa se alinean en mayor medida con los intereses de los acreedores. No es una «espada» con la que se provea a los acreedores para el ejercicio de acciones individuales de responsabilidad contra los administradores en situaciones de insolvencia. Otra cosa es que los socios mantengan el derecho político para destituir a los administradores en cualquier momento y que, en la inmensa mayoría de las sociedades, recaiga la condición de administrador y socio sobre la

¹¹⁵⁴ Véase el auto número 79/2014 de la Audiencia Provincial de Barcelona (sección 15ª), de 2.VII.2014 (ponente: Juan Francisco Garnica).

¹¹⁵⁵ *Vid. Supra* II.4 y IV.1.

¹¹⁵⁶ *Vid. Supra* III.9 y IV.3.2.

¹¹⁵⁷ *Vid. Supra* III.7.

misma persona. Ni que decir tiene que el grado de influencia que realmente puedan ejercer unos u otros sobre los administradores es una cuestión empírica. Aunque, a buen seguro, la práctica amparará el ejercicio de acciones individuales como mecanismo de presión en las negociaciones, deseablemente podrá evitarse el debate que ha tenido lugar a propósito del particular en la jurisprudencia de *Delaware*¹¹⁵⁸.

Por todo ello, los administradores que promueven por causa razonable la capitalización de créditos que da lugar a un cambio de control de la empresa en crisis no actúan de forma desleal con los socios. Sus decisiones, enfocadas a la tutela del interés social, benefician a los acreedores porque la disminución del valor empresarial deslegitima económicamente a los socios. No pueden compartirse, por ello, las siguientes consideraciones de un autorizado sector doctrinal¹¹⁵⁹: *«existe un riesgo legal de que los administradores sean muy generosos en el descuento resultante de la fijación del tipo de emisión de las acciones o participaciones. No en vano, la negociación del acuerdo de refinanciación se acomete, por hipótesis, en situación de pre-insolvencia y bajo el riesgo de que, de fracasar, haya que declarar el concurso consecutivo. Por si fuere poco, los administradores tienen fuertes estímulos para ser “condescendientes” con los acreedores, puesto que, a menos que sean además socios y pierdan también con el canje, el sacrificio de emisión bajo la par se traslada a los socios que son los que sufren con la dilución de sus derechos. El administrador que llega a un acuerdo de refinanciación y salva a la sociedad del concurso no tiene ningún incentivo fuerte para actuar en interés de los socios: de convenir con los acreedores mejora en sus expectativas. A cambio del sacrificio de otros, salva el daño reputacional; puede continuar gestionando la entidad si llega a un acuerdo con los agradecidos nuevos socios, evita la intervención o suspensión de sus facultades de gestión y representación, puede aspirar a conservar su retribución o a mejorarla, evita la apertura de la fase de calificación concursal por el momento, evita las acciones de responsabilidad por pérdida patrimonial, etc.»*. Cuestión distinta es (i) la discutible caracterización de la compensación del crédito como una aportación no dineraria, lo que priva a los socios del derecho de asunción o suscripción preferente (art. 304.1 LSC); o (ii) la encorsetada impugnación del acuerdo en caso de que se emitan acciones o participaciones sin prima o por debajo del valor razonable de las existentes (art. 204.1.II LSC). También hay que insistir en la valoración negativa que merece la solución ensayada por el legislador (art. 165.2

¹¹⁵⁸ *Idem*.

¹¹⁵⁹ Fernández del Pozo, «El envilecimiento de la posición del socio en la capitalización preconcursal de créditos bajo el Real Decreto-ley 4/2014», *La Ley Mercantil*, nº 1, abril 2014, páginas 1 a 23 (especialmente: página 10).

LC). Favorecer el cambio del mismo a favor de los acreedores, en el marco del concurso, resultaría mucho más respetuoso con el principio de la autonomía de la voluntad y la seguridad jurídica que interferir en la configuración de los derechos que establece la Ley de Sociedades de Capital en su ámbito de aplicación natural¹¹⁶⁰.

Desde la perspectiva de las acciones de responsabilidad, el instrumento de gobierno corporativo idóneo es la acción social. Sin perjuicio de la impugnación de los acuerdos sociales oportunos o de la ejecución de los mecanismos contractuales de «*creditor governance*», los acreedores, conforme a su nueva condición de «*residual claimants*» (y, por tanto, de «guardianes del interés social»), deberían ejercitar la acción social como medida de presión contra los administradores alienados con los socios (art. 240 LSC). El presupuesto objetivo se cumple cuando el valor razonable de la empresa es inferior al pasivo exigible (o cuando la sociedad se encuentra en situación de desequilibrio patrimonial *ex art. 363.1 e LSC*). Sin embargo, esta acción es inidónea si se utiliza con fines de recobro o resarcitorios, para lo cual existen mecanismos específicos (art. 367 LSC).

Puesto que en el cambio de control resultante de la situación de crisis empresarial no se da una situación de conflicto de interés transaccional, los administradores que impiden la capitalización de créditos (u otras formas de toma de control) no vulneran su deber de lealtad (art. 227.1 LSC). No toda actuación contraria al interés social supone el incumplimiento de este deber¹¹⁶¹. Ni siquiera toda situación de conflicto de interés lo desencadena. En este caso, el administrador ostenta un conflicto de interés posicional, concerniente a la posibilidad de perder su puesto si hay un cambio de control. Salvo que pueda haber otro tipo de conflicto (por ejemplo, si recibe una promesa de remuneración por ciertos socios *ex art. 229.1.e LSC*), la conducta del administrador no debería analizarse bajo el tamiz del deber de lealtad.

Ahora bien, la «*business judgment rule*» (art. 226.1 LSC) tampoco sería aplicable. Y no porque haya incumplimiento del deber de lealtad (art. 226.2 LSC), sino porque no se trata de una decisión estratégica o de negocio. No es una decisión sobre cómo desarrollar la actividad empresarial en cumplimiento del objeto social (art. 209 LSC). Aunque la reestructuración del pasivo financiero incide en la actividad empresarial, en el momento en el que da lugar a un cambio de control excede del ámbito competencial del órgano de administración (cfr. art. 160 LSC). La conducta de los

¹¹⁶⁰ *Vid. Infra IX.*

¹¹⁶¹ *Vid. Supra II.1.4, III.3 y III.4.*

administradores debe analizarse, por identidad de razón, desde el prisma del deber de neutralidad. En consecuencia, los administradores están facultados para la búsqueda de alternativas (art. 134.3 LMV). Aunque, a diferencia del derecho del Estado de *Delaware*, no deben promover un «*auction*» ante situaciones de posible cambio de control, los administradores están autorizados por la Ley para hacerlo incluso sin la autorización de la junta general (o de los acreedores; incluso en el marco del art. 165.2 LC)¹¹⁶².

8. «Mecanismos de defensa del socio de control» (I): Las restricciones subjetivas respecto al cesionario en los contratos de financiación («*pactum de non cedendo*»)

Partiendo de una situación de conflicto de interés entre el socio de control y los acreedores profesionales, existen distintas «vías de defensa» a las que puede acudir el primero. La primera de ellas consiste en impugnar la condición de acreedor del cesionario atendiendo a las restricciones subjetivas que se hayan podido pactar en el contrato de financiación.

La regla general en el ordenamiento jurídico es la transmisibilidad de todos los derechos, salvo pacto en contrario (art. 1112 CC). Este tipo de pactos carece de publicidad registral en nuestro derecho (cfr. arts. 26 y 27 LH). La cuestión, por tanto, es la oponibilidad del *pactum de non cedendo* frente a terceros (los cesionarios que no cumplan con los requisitos subjetivos pactados).

Al respecto, coexisten hasta tres corrientes doctrinales. La primera de ellas¹¹⁶³, construida en torno al principio de relatividad de los contratos (art. 1257 CC), establece la inoponibilidad del *pactum de non cedendo* frente a terceros de buena fe. El cesionario que actúa de buena fe, para quien el contrato del que deriva el crédito es *res inter alios acta*, está legitimado como nuevo titular del derecho para dirigirse

¹¹⁶² Vid. *Supra* III.4 y VI.2.8.

¹¹⁶³ Véase, por todos, Díez-Picazo, L. *Fundamentos del Derecho Civil Patrimonial II. Las relaciones obligatorias*, Cizur Menor, Civitas, sexta edición, 2008, página 978. Sostienen esta tesis las sentencias de 17.I.2001, de la sección 8ª de la Audiencia Provincial de Sevilla (JUR 2001, 145175; ponente: Joaquín Pablo Maroto), y 26.VII.2004, del Juzgado de Primera Instancia de Bilbao (JUR 2004, 263555; ponente: José Manuel Fínez Ratón). Asimismo, véase la sentencia del Tribunal Supremo (sala primera), de 19.II.2016 (RJ 2016, 541; ponente: Francisco Javier Orduña), cuyo fundamento de derecho segundo, a propósito de la oponibilidad de un *pactum de non cedendo* sobre un tercero titular de un derecho de prenda sobre el crédito, establece que: «*la única posible excepción al respecto, la buena fe del tercero, también quedó descartada por el conocimiento del acreedor pignoraticio de dicho pacto suscrito con el deudor*».

contra el deudor (art. 10 LEC). El remedio del deudor frente al incumplimiento del cedente se limita a la posibilidad de exigirle el resarcimiento oportuno (arts. 1101 y ss. CC). La cuestión crucial, sin duda, es la configuración del estándar que determina la condición de «tercero de buena fe»¹¹⁶⁴. Por supuesto, corresponde al deudor acreditar la mala fe del acreedor cesionario.

La tesis contraria sostiene la oponibilidad *erga omnes* del *pactum de non cedendo*. El incumplimiento vicia de nulidad la cesión. Impide que el cesionario adquiera el crédito y que, por tanto, pueda reclamar el pago al deudor cedido. La única excepción es que el cesionario confíe legítimamente en una situación objetiva de apariencia cuya creación sea imputable al deudor del crédito cedido¹¹⁶⁵.

La tercera tesis, la «intermedia», sostiene que el *pactum de non cedendo*, si bien hace inoponible la cesión del crédito frente al deudor (pues es *res inter alios acta*), no vicia de nulidad el contrato de cesión de crédito¹¹⁶⁶. Esta postura sostiene, por un lado, que el *pactum de non cedendo* no convierte un crédito en intransmisible (diferenciándolo así de la prohibición de disponer *ex arts. 26 y 27 LH*), sino que configura al crédito como tal desde su origen. Por otro, al igual que la segunda tesis, rechaza la diferenciación entre cesionarios que actúen con buena o mala fe sobre la base del principio de relatividad de los contratos. «*No se ve la razón por la que el pacto, por ser res inter alios acta, no deba ser eficaz frente al cesionario (art. 1257 CC) y, en cambio, la cesión, que también es res inter alios acta para el deudor cedido, deba*

¹¹⁶⁴ Véase las sentencias del Tribunal Supremo (sala primera), de 18.II.2005 (RJ 2015, 1683; ponente: Jesús Corbal) o 11.XII.2012 (RJ 2013, 4350; ponente: Francisco Javier Orduña). Conforme al fundamento de derecho sexto de la primera de ellas: «*el motivo se desestima porque la buena fe del artículo 34 de la Ley Hipotecaria comprende no sólo el desconocimiento de la inexactitud registral, sino, también, que no haya podido conocerse la situación real desplegando una mínima diligencia, sin que sea preciso desarrollar una especial labor investigadora, ni tabular ni extratabular, falta de diligencia que se declara probada en la instancia y que no se impugnó por el cauce procesal adecuado en este recurso*».

¹¹⁶⁵ Pantaleón, A.F. «Cesión de créditos», Anuario de Derecho Civil, Vol. 41, nº 4, 1988, páginas 187 a 298 (especialmente: página 258). Esta tesis parece haber sido acogida por la doctrina jurisprudencial de la sala primera del Tribunal Supremo. Véase las sentencias de 10.X.2000 (RJ 2000, 9186; ponente: Xavier O'Callaghan) y 26.IX.2002 (RJ 2002, 7873; ponente: Xavier O'Callaghan).

¹¹⁶⁶ Véase Miquel, J.M^a. «Reflexiones generales sobre el *pactum de non cedendo*», Revista General de Derecho Romano, número 16, 2011, páginas 1 a 21, y la sentencia de la Audiencia Provincial de Barcelona (sección 15^a), de 17.XI.2011 (JUR 2012, 132142; ponente: Luis Garrido).

*ser eficaz contra éste»¹¹⁶⁷. Y subraya la finalidad de la prohibición de disponer: impedir que el deudor quede en peor condición. Desde un punto de vista estrictamente patrimonial, el deudor sigue debiendo lo mismo y en las mismas condiciones. El endurecimiento de las negociaciones causado por la aparición de un cesionario permitirá cuantificar el daño que deberá resarcir el cedente, pero no debería afectar a la relación obligatoria, salvo que se trate de un negocio jurídico *intuitu personae* (y rara vez lo es; máxime desde la perspectiva del deudor).*

La diferencia fundamental de esta tesis «intermedia» frente a la de la oponibilidad *erga omnes* del *pactum de non cedendo* es que proclama la validez y eficacia del contrato de cesión entre cedente y cesionario (sin perjuicio de su inoponibilidad frente al deudor). El principal problema de esta tesis, entonces, es procesal. Si se restringe la inoponibilidad de la cesión del crédito a sus efectos frente al deudor, el cedente se convierte en una suerte de comisionista del cesionario. Ello da lugar a un problema de legitimación para reclamar el pago, en la medida en que el cedente ya no es titular del crédito (art. 10 LEC). En nuestro derecho, la autonomía de la voluntad no puede alterar la legitimación (ni siquiera por medio de un mandato representativo). La legitimación extraordinaria tiene reserva legal (art. 10.II LEC). Además, si el cedente pasar a ser comisionista del cesionario, deberá seguir sus instrucciones, por lo que no se soluciona el problema del posible endurecimiento de las negociaciones, que es lo que pretende orillar el *pactum de non cedendo*.

En la práctica del mercado de «*Loan-to-Own*», las diferencias entre estas tesis no resultan tan relevantes. Los cesionarios revisan los contratos de los que derivan los derechos de crédito objeto de su cesión potencial, por lo que, a pesar de que no se presume la mala fe¹¹⁶⁸, no resultaría difícil de desacreditar la presunción a favor de la buena fe. La revisión del contrato del que deriva el crédito cedida es parte de la diligencia exigida a cualquier cesionario (conocimiento debido¹¹⁶⁹).

¹¹⁶⁷ Miquel, J.M^a. «Reflexiones generales sobre el *pactum de non cedendo*», *op. cit.*, página 16. Se apunta también en las conclusiones (página 21), que «*la eficacia de derechos o facultades adquiridos conforme a la ley no puede quedar como regla general pendiente de la ignorancia que otro sujeto tenga de su existencia. Es necesaria una disposición legal que lo establezca*». Hay, sin embargo, una diferencia importante, pues el contrato de cesión no contiene ninguna estipulación restrictiva de los derechos del deudor. El profesor Miquel concluye (página 21), señalando que «*la eficacia de los derechos o facultades adquiridos, conforme a la ley, no puede quedar como regla general pendiente de la ignorancia que otro sujeto tenga de su existencia. Es necesaria una disposición legal que así lo establezca*».

¹¹⁶⁸ Véase los artículos 79.II, 434 y 452.I del Código Civil.

¹¹⁶⁹ Véase las sentencias del Tribunal Supremo (sala primera), de 18.II.2005 (RJ 2015, 1683; ponente: Jesús Corbal) o 11.XII.2012 (RJ 2013, 4350; ponente: Francisco Javier Orduña).

Por tanto, el deudor puede impugnar la condición de acreedor del cesionario sobre la base de las restricciones subjetivas del contrato. Así, puede oponerse a la aprobación de un convenio propuesto por el cesionario (o aprobado gracias a su voto favorable) o impugnar su facultad para pagar el precio de adjudicación de la unidad productiva mediante compensación de su derecho de crédito (o incluso confusión).

Mucho más discutible es la alegación de estas restricciones cuando no se otorgan en beneficio del deudor (por más que éste sea parte del contrato de acreedores). Es el caso, por ejemplo, de la obligación contractual del cesionario de pagar una determinada comisión al banco agente de un contrato de financiación sindicada. En este caso, el remedio que correspondería al banco agente sería el resarcitorio.

La controversia jurídica suscitada por las restricciones subjetivas de los cesionarios de créditos («*pactum de non cedendo*») no es desde luego exclusiva del ordenamiento jurídico español. Desde la perspectiva del derecho estadounidense, en el caso de *Meridian Sunrise Village*¹¹⁷⁰, el juzgado estimó la petición del deudor de privación de derecho de voto al cesionario en el convenio. La razón es que el cesionario no reunía las condiciones para ser un «*Eligible Assignee*» porque el contrato de financiación exigía para ello que se tratara de una «*financial institution*». Este concepto se ha asociado a una entidad que concede crédito, por contraposición a una entidad que meramente gestiona activos en interés de sus partícipes¹¹⁷¹.

9. «Mecanismos de defensa del socio de control» (II): «Lex Anastasiana»: la acción de retracto de créditos litigiosos

La práctica revela la existencia de un segundo «mecanismo de defensa» del deudor frente a los cesionarios especializados en la toma de control de empresas en crisis: el posible ejercicio de la acción de retracto de créditos litigiosos (art. 1535 CC).

¹¹⁷⁰ *Meridian Sunrise Village, LLC v. NB Distressed Debt Investment Fund Limited*, No. 13-5503RBL, 2014 WL 909219 (W.D. Wash. March 7, 2014).

¹¹⁷¹ Véase *Weil Bankruptcy Blog Annual Review*: «*although a “distress institution” like U.S. Bank might, just like a distressed debt fund, seek to liquidate collateral on a default, some argue that because traditional lenders have relationships with borrowers and care about their reputation in the market, they might be less aggressive when facing a borrower in default. A lender may indeed find it harder to attract borrower clients in the future if it develops a reputation in the market as being overly aggressive. Distressed funds, on the other hand, do not necessarily face such a quandary. Clearly they are institutions engaged in the business of finance, but not of the type, as Meridian convinced the Bankruptcy Court and District Court, that Meridian would have chosen to face given the choice*».

Como es sabido, el artículo 1535 del Código Civil es una manifestación de la *Lex Anastasiana*¹¹⁷². El deudor, como parte pasiva, tiene a derecho a liberarse de su obligación eventual si paga al cesionario el precio de la cesión abonando al cedente, como parte actora, junto con las costas ocasionadas y los intereses. Y todo ello en un plazo de caducidad de nueve días desde que el cesionario «reclame el pago» al deudor del crédito cedido¹¹⁷³. El deudor y el acreedor son «eventuales» porque el establecimiento del crédito litigioso precisa una sentencia declarativa de condena¹¹⁷⁴. El Código Civil define como litigioso un crédito «*desde que se conteste a la demanda relativa al mismo*». En efecto, la *ratio legis* de la *Lex Anastasiana* es evitar la proliferación de la especulación en contra de los intereses del deudor. De ello se colige que no todo crédito reclamado judicialmente es un crédito litigioso. Litigioso es el crédito cuya existencia depende de un pronunciamiento judicial; aquél respecto del cual, «*habiendo sido reclamada judicialmente la declaración de su existencia y exigibilidad por su titular, es contradicho o negado por el demandado, y precisa de*

¹¹⁷² Por todos, Manresa y Navarro, J. M. *Comentarios al Código Civil español* (Tomo X, Volumen I), Madrid, 1969 (6ª edición), páginas 589 a 598. Entre la jurisprudencia, véase el fundamento de derecho segundo, de la sentencia del Tribunal Supremo (sala primera), de 31.X.2008 (RJ 2008, 5810; ponente: Jesús Corbal). Véase también Montés, L. y Molero, F. «La valoración y transmisión de “créditos litigiosos” en el concurso de acreedores», *Revista de Derecho Patrimonial*, número 37, 2015; y Moya, A.J., Pérez-Pujazón, E. y Trigo, E. «Cesión de créditos y cuestiones prácticas de interés: retracto de créditos litigiosos y titulación», *Actualidad Jurídica Uría Menéndez* 44/2016, páginas 48 a 64.

¹¹⁷³ La determinación del *dies a quo* es un aspecto problemático en la práctica (a falta de requerimiento de pago extrajudicial): (i) desde el traslado del escrito de personación del cesionario entre procuradores; (ii) desde la fecha de la resolución por la que se da traslado al deudor de dicho escrito; (iii) desde la notificación de dicha resolución; o (iv) desde el primer emplazamiento al deudor, cuando ha habido otro procedimiento declarativo previo. Véase Moya, A.J., Pérez-Pujazón, E. y Trigo, E. «Cesión de créditos y cuestiones prácticas de interés: retracto de créditos litigiosos y titulación» *op. cit.*, páginas 57 y 58. También resulta controvertido si el plazo de caducidad comienza desde que el deudor tiene cabal conocimiento de todos los elementos del contrato de cesión (incluido el precio). Hay disparidad de criterios a nivel doctrinal y judicial (véase, a modo de ejemplo, la SAP Madrid, 21ª, de 26.XI.2013 –JUR 2014, 63563; ponente: Ramón Belo–, y la SAP de La Rioja, 1ª, de 19.I.2010 –JUR 2010, 105906; ponente: Carmen Araujo–). Si se concluye que el conocimiento del precio es condición para el ejercicio de la acción, el acreedor se verá forzado a realizar la notificación oportuna al deudor, en cuyo caso, el deudor deberá consignar el precio como requisito de procedibilidad (art. 266.2º LEC). Por el contrario, si el cabal conocimiento de todos los elementos de la cesión no determinan el acaecimiento del *dies a quo* (tesis que cabe sostener con base en el propio art. 266.2º LEC), tampoco se podrá exigir al deudor la consignación del precio como requisito de procedibilidad.

¹¹⁷⁴ El caso paradigmático es el de la responsabilidad civil extracontractual. A es atropellado por B. A interpone demanda contra B, en la que pide que se condene a pagar a B los daños sufridos como consecuencia del accidente (100.000 €). Tras la contestación a la demanda, C adquiere el crédito de B por 60.000 euros. Como quiera que, a pesar de haber interpuesto una demanda por 100.000 euros (y asumiendo tipo de interés y tasa de inflación tendente a cero), B realmente valora su crédito eventual en 60.000 euros, A puede liberarse de su obligación (todavía no declarada judicialmente), mediante el pago de esa misma cantidad a C, incrementada en las costas causadas y el tipo de interés legal.

una sentencia firme que lo declare como existente y exigible»¹¹⁷⁵. No es litigioso un crédito impagado en fase de realización forzosa en la que se formula oposición por motivos de fondo que no afecta a la validez o eficacia del derecho de crédito¹¹⁷⁶. Tampoco es litigioso un crédito fallido que lleva al acreedor a ejecutar las garantías otorgadas para su seguridad. Y en fin, tampoco es litigioso un crédito que se comunica para su inclusión en la lista de acreedores del informe de la administración concursal, con independencia de la sección del procedimiento.

Cuando no se discute la validez o la eficacia de los contratos de financiación de los que derivan los créditos cedidos, este remedio no debería prosperar. No existe, de *lege lata*, un mecanismo en derecho común que permita al deudor liberarse de su obligación mediante el pago del precio abonado por el cesionario, siempre y cuando no se discuta la existencia o la eficacia del crédito¹¹⁷⁷. No importa el descuento aplicado por el cesionario sobre el nominal. La finalidad anti-especulativa de la *Lex Anastasiana* se restringe a un ámbito de aplicación muy preciso: los créditos cuya existencia pende de una sentencia declarativa (el ejemplo paradigmático es el de las reclamaciones por responsabilidad civil extracontractual *ex art. 1902 CC*).

¹¹⁷⁵ Véase las sentencias del Tribunal Supremo (sala primera), de 14.II.1903 y 8.IV.1904, a las que se hace referencia en el fundamento de derecho tercero, de la sentencia del Alto Tribunal, de 31.X.2008 (RJ 2008, 5810; ponente: Jesús Corbal).

¹¹⁷⁶ El ejercicio de la acción de retracto en el marco de un procedimiento de ejecución es difícilmente dable en la práctica. Para empezar, a diferencia del artículo 695.1.1º, (irónicamente) el artículo 557 de la Ley de Enjuiciamiento Civil no permite discutir la extinción del crédito (en puridad, debería tratarse de su nulidad o ineficacia –el art. 695.1.1º LEC está pensando para casos de pago o extinción del derecho real–). No se puede alegar pluspetición por el mero hecho de que se ejercite la acción de retracto. A lo sumo, esta circunstancia podría ocurrir en fase de ejecución provisional de una sentencia declarativa no firme, siempre y cuando se hubiera ejercitado la acción de retracto.

¹¹⁷⁷ Por el contrario, la Ley 24/2015, de 29 de julio, de la Comunidad Autónoma de Cataluña, de medidas urgentes para afrontar la emergencia en el ámbito de la vivienda y la pobreza energética («*Diari Oficial de la Generalitat de Catalunya*» 5.VIII.2015), cuya vigencia se encuentra suspendida por la interposición de un recurso de inconstitucionalidad en fecha de 5.V.2016, establece en su disposición adicional (Cesión de créditos garantizados con la vivienda) que: «(e)n la cesión de créditos, el acreedor puede ceder su crédito contra el deudor si el crédito ha sido garantizado con la vivienda del deudor y éste es un consumidor. Si la cesión es a título oneroso, el deudor queda liberado de la deuda abonando al cesionario el precio que éste ha pagado más los intereses legales y los gastos que le ha causado la reclamación de la deuda». Asimismo, la Ley 511 de la Compilación de Navarra dispone que: «(e)l acreedor puede ceder su derecho contra el deudor; pero cuando la cesión sea a título oneroso, el deudor quedará liberado abonando al cesionario el precio que éste pagó más los intereses legales y los gastos que le hubiere ocasionado la reclamación del crédito». Por otro lado, el artículo 36.4.b) de la Ley 9/2012, de 14 de noviembre, de reestructuración y resolución de entidades de crédito, establece que la SAREB es inmune a la acción de retracto de créditos litigiosos. Puesto que en la mayoría de los casos la existencia de los créditos cedidos a SAREB no penden de una sentencia declarativa, este precepto carecería de utilidad.

La estimación de esta acción no causa perjuicio alguno al cesionario, pues recupera el precio pagado por la cesión del crédito más el interés legal y los gastos oportunos. Ahora bien, arruina la expectativa de rentabilidad e impide recuperar el coste de oportunidad (muy relevante en contextos de tipos de interés bajos como el actual).

Por otro lado, la acción de retracto de créditos litigioso, aplicada a créditos cuya existencia no se discute, dista mucho de ser un mecanismo equitativo para las partes implicadas. Frente a la dación en pago, en la que acreedor y deudor comparten la expectativa y riesgo de la fluctuación del valor de mercado del colateral, el deudor no sufre sacrificio patrimonial alguno con la acción de retracto. El acreedor cedente renuncia a recuperar la totalidad del crédito (al cederlo con descuento sobre el nominal), pero el deudor tiene la posibilidad de liberarse de parte de una deuda existente. Aunque el cesionario no sufre un perjuicio más allá del coste de oportunidad de la inversión, el deudor se enriquece porque obtiene la cancelación de una deuda cuya validez y eficacia no se discute. Por tanto, esta medida tampoco encuentra justificación desde una perspectiva equitativa cuando no hay especulación a propósito de un procedimiento declarativo (art. 3.2 CC).

10. «Mecanismos de defensa del socio de control» (III): La amenaza de la administración oculta o de hecho como poder negociador del «sponsor»

Mucha más relevancia tiene en la práctica el riesgo de la consideración de los cesionarios como administradores de hecho u ocultos (art. 236.3 LSC). Desde luego, las «concesiones» que pueda hacer el órgano de administración a favor de las «imposiciones» de los cesionarios se enmarcan en el conflicto de interés entre socios y acreedores que puede ocurrir en situaciones de «*financial distress*». Las negociaciones para celebrar un acuerdo de refinanciación alternativo al concurso suponen, sin duda, un problema de gobierno corporativo. La capacidad de influencia de los acreedores es puntual y obedece a las negociaciones encaminadas a alcanzar una solución a la insolvencia distinta del concurso, lo que se compadece mal con las notas de aquiescencia y sistematicidad que caracterizan a la figura del administrador de hecho u oculto¹¹⁷⁸.

Con todo, es innegable la presión que puede ejercer el deudor (o, indirectamente, el socio de control) con esta amenaza. La única posibilidad del socio de control para no perder la propiedad de la empresa (jurídicamente, pues se halla «*out of the money*»)

¹¹⁷⁸ Vid. *Supra* V.4.

pasa por lograr la aprobación de un convenio de continuidad. El fracaso de las negociaciones para alcanzar un acuerdo de refinanciación, en atención a la negativa del socio de control a perder su mayoría en el capital social lleva, naturalmente, a que los acreedores no apoyen la propuesta de convenio del deudor. Aunque carezcan de legitimación para solicitar la apertura de la fase de liquidación, los acreedores no van a prestar su apoyo al deudor. Desde esta perspectiva, la viabilidad de la solución conservativa propuesta por el deudor requiere la evitación del derecho de voto de los acreedores profesionales. Y el modo idóneo de lograrlo es a través de la subordinación de su crédito (art. 122.1 LC), en la medida en que, como consecuencia de su consideración (por sentencia declarativa) como administradores de hecho u ocultos, pasen a ser personas especialmente relacionadas con el deudor (art. 93.2.2º.I LC).

Existen desde luego otras consecuencias, de singular relevancia, asociadas a la consideración de los acreedores como administradores de hecho u ocultos; a saber (i) la extinción de las garantía reales otorgadas por el deudor a favor de sus créditos (art. 97.2 LC); (ii) la postergación en sus derechos de cobro, tanto en convenio (art. 134.1.II LC), como en liquidación (art. 158 LC); y (iii) su posible consideración como personas afectadas por la calificación (art. 172.2.1º LC), con los efectos que ello conlleva, en materia de inhabilitación (art. 172.2.2º LC), de pérdida de derechos, condena a restituir bienes o derechos indebidamente obtenidos del patrimonio del deudor, junto con el correspondiente crédito resarcitorio (art. 172.2.3º LC) y, en fin, la posible condena a cubrir total o parcialmente el déficit concursal (art. 172 *bis* LC). Sin embargo, nada de ello impide que presenten una propuesta de convenio (art. 113 LC) o que pujen por la adjudicación de la unidad productiva, si bien, en este último caso, la postergación de sus créditos reduce la parte del precio susceptible de ser pagada mediante compensación¹¹⁷⁹.

Con todo, el principal riesgo para el cesionario que aspira a tomar el control de la empresa del deudor insolvente es la privación de derechos políticos. Este riesgo se puede orillar, en su caso, mediante la ejecución de la prenda constituida sobre las acciones o participaciones sociales del deudor. Sin embargo, esta solución tampoco está exenta de inconvenientes y riesgos.

¹¹⁷⁹ En atención a las reglas imperativas de prelación de pagos, el pago por compensación debe limitarse a la porción del precio que correspondería cobrar a los acreedores.

11. Ejecución de la prenda sobre las acciones o participaciones del deudor: acción de subrogación y derechos de preferente adquisición

11.1. *La ejecución de la prenda como paso previo a la solución de la insolvencia*

El principal inconveniente de ejecutar la prenda sobre acciones o participaciones consiste en que el acreedor toma el control de una sociedad insolvente. Es decir, no es una solución a la situación de insolvencia. Se trata de un paso previo. La ejecución de la prenda puede paliar los efectos negativos que puede tener la oposición del deudor sobre la solución del concurso. Por ejemplo, el deudor puede dilatar la apertura de la fase de liquidación, presentando una propuesta de convenio, por mucho que conozca de antemano que no va a contar con el apoyo de los acreedores para lograr su aprobación judicial. Por otro lado, el deudor puede impedir la aprobación de un convenio propuesto por los acreedores, solicitando la apertura de la fase de liquidación (arts. 128.3 y 142.1 LC), convirtiendo en irrecuperables los costes en los que se haya podido incurrir. La ejecución de la prenda permite aquilatar estos riesgos.

Ahora bien, como el objetivo último es solucionar la situación de insolvencia, la solución óptima, desde la perspectiva del acreedor pignoraticio, es invertir el menor porcentaje del crédito en la ejecución de la prenda. Al igual que en la subasta judicial (arts. 650, 651, 670 y 671 LEC), el pago se realiza por compensación («*credit bid*»). En la práctica se fijan, al menos, tres tipos de salida, a razón de tres subastas sucesivas, si las anteriores quedan desiertas. El primer tipo de salida suele ser la cantidad total exigible por todos los conceptos (o, incluso, la suma de deuda financiera y patrimonio neto: la inversión total en el proyecto). El segundo acostumbra a ser un porcentaje del primero (75 por ciento). El tercer y último suele determinarse a partir del patrimonio neto (consolidado, en su caso), del último ejercicio (o la media de los tres últimos). Evidentemente, el incentivo del acreedor es no pujar hasta la tercera subasta. Si hay algún postor en las dos primeras, el cesionario ve la probabilidad de rentabilizar su inversión antes (o en lugar) de tomar el control sobre los activos. Por otro lado, pujar a esos precios implica consumir prácticamente todo el crédito, por lo que las posibilidades de determinar la solución al concurso (convenio) o resultar adjudicatario de la unidad productiva en la fase de liquidación, pagando mediante compensación, se reducen sobremanera. Y no sólo por la reducción del crédito, de forma proporcional al pago del remate. En el caso del convenio de acreedores, la solución a la insolvencia se encarece debido al ejercicio de

la acción de subrogación del pignorante no deudor (el socio) *ex* artículos 1210.3º y 1212 del Código Civil (el mal llamado «derecho de repetición»).

La reforma operada en la Ley del Notariado, por la disposición final undécima de la Ley 15/2015, de 2 de julio (BOE de 3 de julio), de la Jurisdicción Voluntaria, siembra la duda sobre la vigencia del artículo 1872 del Código Civil, respecto a la posibilidad de realizar segundas y terceras subastas (cfr. art. 72.1 LN). La consecuencia de que se limite el apremio a una única subasta puede ser nefasta porque el tipo de salida en la primera subasta suele consistir en la deuda exigible por todos los conceptos. En caso de subasta desierta, o bien el acreedor se ve obligado a consumir la totalidad de su crédito en el remate, o bien la prenda es inejecutable, ya que no se permite la realización de posturas por debajo del tipo (art. 74.3 LN) y, en caso de subasta desierta, se cierra el expediente (art. 75.2.III LN). Pese a la duda suscitada, hay que concluir que el artículo 1872 del Código Civil permanece vigente. El artículo 72.1.I de la Ley del Notariado establece que «*las subastas que se hicieren ante Notario en cumplimiento de una disposición legal se regirán por las normas que respectivamente las establezcan y, en su defecto, por las del presente Capítulo*». Sin duda, la tendencia en los contratos de prenda será el establecimiento de un tipo de salida más ajustado al valor razonable de las acciones o participaciones¹¹⁸⁰.

11.2. *La intervención del acreedor en la subasta como postor*

El primer riesgo que hay que abordar con relación a la ejecución de la prenda es el del otorgamiento de carta de pago en caso de adjudicación en pago de las acciones o

¹¹⁸⁰ Una solución práctica al problema descrito (cancelación de la prenda) pasa por constituir «prendas solidarias». Cada una de las acciones o participaciones responde de la totalidad de la obligación garantizada. De este modo, la cancelación de la prenda sólo afectaría a una de ellas. Téngase en cuenta que, a diferencia de la garantía hipotecaria, en materia de prenda no es imperativo distribuir la responsabilidad; limitando, así, la cuantía de la solidaridad (arts. 1860 CC, 119 y ss. LH). Ahora bien, ante el riesgo de tener que otorgar carta de pago por la totalidad del crédito si el acreedor es el único postor (véase epígrafe siguiente), convendrá dividir el crédito, de forma que cada una de las prendas constituidas garantice una porción de ese crédito. Véase Carrasco, A., Cordero, E. y Marín, M. J. *Tratado de los Derechos de Garantía. Tomo II. Garantías mobiliarias*, Cizur Menor, Aranzadi, 2008, segunda edición, páginas 215 y 327.

participaciones, si la primera y segunda subasta quedan desiertas (art. 1872)¹¹⁸¹. Este riesgo se conjura si el contrato de prenda permite que los acreedores puedan realizar posturas ejecutar el remate, bien en calidad de cesión a un tercero, o bien por compensación parcial de su derecho de crédito, de modo que conservan el porcentaje restante¹¹⁸². La Ley 15/2015, de 2 de julio, de la Jurisdicción Voluntaria (BOE de 3 de julio) otorga carta de naturaleza a esta posibilidad. En las subastas notariales, el acreedor pignoraticio puede realizar posturas y ejecutar el remate por compensación (art. 75.1.4^a.II de la Ley del Notariado, modificado por la disposición final undécima de la Ley de Jurisdicción Voluntaria).

La solución al problema (intervenir en la subasta) no es tan evidente cuando el acreedor pignoraticio es el único postor. En el ámbito de la subasta judicial, el artículo 647.2 de la Ley de Enjuiciamiento Civil dispone que «*el ejecutante sólo podrá tomar parte en la subasta cuando existan licitadores, pudiendo mejorar las posturas que se hicieren, sin necesidad de consignar cantidad alguna*». La redacción ha permanecido invariable a pesar de las sucesivas reformas del artículo 670 de la Ley de Enjuiciamiento Civil. En concreto, el apartado cuarto, que establece la facultad del acreedor ejecutante de solicitar la adjudicación del activo cuando la mejor postura sea inferior al 70 por ciento del tipo, permitía comportamientos oportunistas. En lugar de tener que dar carta de pago por el 50 por ciento del tipo en caso de subasta desierta (art. 671 LEC), el acreedor podía solicitar la adjudicación por el 70 por ciento o por la cantidad que se le debiera por todos los conceptos (aunque no alcanzara, por ejemplo, al 10 por ciento del valor de tasación). Tras la reforma operada por el Real Decreto-ley 8/2011, esta norma establece ahora un mínimo del 60 por ciento (superior al de la subasta desierta), por lo que desaparecen los incentivos para acudir a esta opción en lugar de solicitar la adjudicación en pago si no hay otros postores. Por lo tanto, la interpretación del artículo 647.2 de la Ley de Enjuiciamiento Civil conforme al antecedente histórico del 670 debería llevar a una conclusión distinta de su dicción literal (art. 3.1 CC).

¹¹⁸¹ Sin duda, es también de cabal importancia que el acreedor se haya hecho otorgar diligentemente poder suficiente para comparecer ante notario en nombre del deudor o del pignorante no deudor y otorgar los documentos oportunos para formalizar la transmisión de la propiedad sobre las acciones o participaciones. Con todo, el artículo 75.4 de la Ley del Notariado permite acudir con el acta de subasta al procedimiento ejecutivo del artículo 708 de la Ley de Enjuiciamiento Civil (emisión de declaración de voluntad). Esta reforma, introducida por la Ley de Jurisdicción Voluntaria, merece la mejor de las valoraciones, pues evita tener que acudir a un procedimiento declarativo previo para obtener un título ejecutivo.

¹¹⁸² Véase Carrasco, A., Cordero, E. y Marín, M. J. *Tratado de los Derechos de Garantía. Tomo II. Garantías mobiliarias*, op. cit., página 215.

En cualquier caso, la ejecución de la prenda de participaciones o acciones de sociedades no cotizadas se lleva a cabo mediante subasta notarial (art. 635.2 LEC). A diferencia de la subasta judicial, el artículo 75.1.4^a.II de la Ley del Notariado contempla la posibilidad de que el acreedor pignoraticio concorra como postor sin ningún tipo de limitación. Siendo así las cosas, la aplicación supletoria del artículo 647.2 de la Ley de Enjuiciamiento Civil (art. 75.1.3^a LN) no debería llevar a la conclusión de que debe otorgarse carta de pago cuando el acreedor pignoraticio es el único postor. Para evitar este riesgo, es necesario, en primer lugar, que se pacten los tipos de salida en atención a la valoración de las acciones o participaciones. Además, se debe contemplar la posibilidad de que el acreedor pueda pujar incluso si es el único postor. Lo que no tiene ningún sentido es impedir al acreedor pujar y, además, obligarle a otorgar carta de pago. O se le priva del derecho a pujar o se le advierte de que, en caso de que lo haga, debe otorgar carta de pago. No debería prosperar la acción del deudor pidiendo la cancelación de la totalidad de la deuda una vez transmitida la propiedad. Su remedio, en su caso, debería limitarse a la impugnación del contrato de compraventa con base en la nulidad de la subasta (art. 6.3 CC)¹¹⁸³.

¹¹⁸³ Como solución a este problema, cabe constituir prendas sobre cada una de las acciones o participaciones (o sobre determinados paquetes) y dividir el crédito, de forma que cada una de las prendas constituidas garantice una porción de ese crédito. Véase Carrasco, A., Cordero, E. y Marín, M. J. *Tratado de los Derechos de Garantía. Tomo II. Garantías mobiliarias*, Cizur Menor, Aranzadi, 2008, segunda edición, página 327.

11.3. La acción de subrogación del socio de control

El pignorante no deudor (art. 1857.2º CC), como propietario de un bien especialmente afecto al pago de una deuda ajena¹¹⁸⁴, tiene derecho subrogarse en la posición del acreedor, ya pague de forma voluntaria o forzosa (art. 1210.3º CC)¹¹⁸⁵.

Naturalmente, aunque pague de forma voluntaria, el pignorante no deudor no se puede subrogar en el derecho real de garantía (dado que está constituido sobre un bien o derecho de su propio patrimonio). Sin embargo, la subrogación sí que puede operar respecto de otros derechos accesorios al crédito que el acreedor tuviera frente al deudor principal (fianza, aval, etc.).

Cuando la subrogación opera tras la realización forzosa del bien o derecho, la cuantía relevante no es el valor de tasación o el contable, ni han de tenerse en cuenta posibles daños morales, sino que debe fijarse en el importe de la deuda satisfecha con el producto o con la adjudicación en pago del bien¹¹⁸⁶. A diferencia de la acción de reembolso o de regreso, el hipotecante no deudor que ejercite la acción de subrogación (art. 1210.3º CC) no puede reclamar, salvo pacto en contrario (arts. 1209.II y 1255 CC), daños y perjuicios. El Tribunal Supremo ha rechazado la aplicación analógica de la acción de reembolso del artículo 1838 del Código Civil al

¹¹⁸⁴ A diferencia del tercer poseedor (arts. 38 LH y 662 LEC), el pignorante no deudor es parte del contrato de garantía.

¹¹⁸⁵ Véase las sentencias del Tribunal Supremo (sala primera), de 3.II.2009 (RJ 2009, 1361; ponente: Jesús Corbal), 15.XII.2014 (RJ 2014, 6578; ponente: José Ramón Ferrándiz) y 30.XII.2015 (JUR 2016, 13776; ponente: Rafael Sarazá). La cuestión discutida era si el hipotecante o pignorante no deudor dispone o no de acción de reembolso (o regreso) o de subrogación frente al deudor. No cabe duda de que el fiador o avalista (por identidad de razón) puede ejercitar dichas acciones, de forma alternativa, en virtud de los artículos 1838 y 1839 del Código Civil. La duda, entonces, es si el hipotecante o pignorante no deudor puede ampararse en esos preceptos por identidad de razón, o bien, si puede ser caracterizado como un tercero interesado en el cumplimiento de la obligación (cfr. art. 1210.3º CC). Pues bien, la primera de las resoluciones citadas (STS 3.II.2009) establece –fundamento de derecho segundo– (i) que los supuestos del artículo 1210 del Código Civil son de *subrogación legal* (rechazando la tesis de la presunción); (ii) en relación con el tercero, que «*el interés aludido en la norma se refiere al cumplimiento de la obligación*» (rebatando la tesis del interés en la relación obligatoria); y (iii) que «*es procedente comprender tanto el caso del pago voluntario, como el que se produce en virtud de la realización forzosa, porque, aun cuando en este último caso ha desaparecido el interés de liberación de la finca, resultaría carente de sentido e injusto establecer una solución diferente, agravando de forma desproporcionada el sacrificio sufrido con la pérdida de aquélla*». Por el contrario, el Tribunal Supremo (sala primera) ha considerado que el hipotecante no deudor carece de acción de reembolso o de regreso frente al deudor (cfr. art. 1838 CC): sentencia de 30.XII.2015 (JUR 2016, 13776; ponente: Rafael Sarazá); fundamento de derecho tercero.

¹¹⁸⁶ Véase los antecedentes de las sentencias del Tribunal Supremo (sala primera) de 15.XII.2014 (RJ 2014, 6578; ponente: José Ramón Ferrándiz) y 30.XII.2015 (JUR 2016, 13776; ponente: Rafael Sarazá).

hipotecante no deudor, sobre la base de que no es un obligado al pago *sub condicione*¹¹⁸⁷.

Es evidente el problema que supone para el acreedor el ejercicio de la acción de subrogación desde la perspectiva de solucionar la situación de insolvencia del deudor. No hay abuso de derecho. Al contrario, negar este derecho supondría un evidente enriquecimiento injusto a favor del deudor. El problema es «estructural», en la medida en que el bien o derecho dado en garantía constituye el título de propiedad sobre una sociedad, que es el deudor. Es un problema naturalmente asociado a las prendas sobre acciones o participaciones sociales.

Para abordar este problema, la regla general en nuestro derecho es que el crédito del *solvens* (pignorante no deudor) se encuentra subordinado al del *accipiens* (acreedor), hasta que éste ve satisfecho íntegramente su derecho (art. 1213 CC). De este modo, la Ley reconoce una preferencia crediticia a favor del acreedor. Es irrelevante que el pignorante no deudor haya cumplido íntegramente con su responsabilidad (limitada al bien especialmente afecto); lo importante es que el crédito no haya sido íntegramente satisfecho aún.

El artículo 87.7 de la Ley Concursal es el reflejo del artículo 1213 del Código Civil en sede del procedimiento judicial de insolvencia. Contiene un supuesto de subordinación particular como remedio «anti-dilutivo» en casos de insolvencia,

¹¹⁸⁷ Véase el fundamento de derecho segundo, de la sentencia de 3.II.2009 (RJ 2009, 1361; ponente: Jesús Corbal), a propósito de la aplicación del tercer ordinal del artículo 1210 del Código Civil: «*el hipotecante por deuda ajena no es un obligado al pago, pero, en cualquier caso, ello carece, aquí y ahora, de interés, puesto que la condición de deudor o no (que entendemos no lo es); de mero “obligado” al pago o no (que consideramos que tampoco lo es, sin que queda configurar un “tertium genus” entre deudor y no deudor, distinguiendo un obligado en sentido propio y un “obligado” sin dicho carácter); obligado de la propia obligación (de garantía) por él asumida; responsable no deudor; tercero o no (y ya cabe advertir que el ordinal tercero del art. 1210 CC, a diferencia del ordinal segundo, no se refiere a tercero); fiador real (asimilado a la fianza) o no; etc., resulta irrelevante, porque lo que importa es “si tiene interés en el cumplimiento”, que es la exigencia expresada en el precepto*». Por su parte, la sentencia de 15.XII.2014 (RJ 2014, 6578; ponente: José Ramón Ferrándiz), fundamento de derecho quinto, establece que el hipotecante no deudor «*no debe, ni siquiera como fiador*». En idénticos términos se pronuncia la sentencia del Tribunal Supremo (sala primera), de 30.XII.2015 (JUR 2016, 13776; ponente: Rafael Sarazá). No obstante, el Tribunal Supremo (sala primera) se ha referido en ocasiones a la garantía real por deuda ajena como «*fianza real*»: sentencias de 18.VI.2014 (RJ 2014, 3698; ponente: Sebastián Sastre) y 7.V.2015 (RJ 2015, 2418; ponente: Sebastián Sastre). Ahora bien, como ha señalado el Tribunal Supremo (sala primero), en la sentencia de 30.XII.2015 (JUR 2016, 13776; ponente: Rafael Sarazá), fundamento de derecho tercero, la garantía real a favor de deuda ajena tiene en común con la fianza que se trata de garantías prestadas para asegurar el pago de deudas ajenas. Asimismo, cuando el garante paga la deuda (voluntariamente o mediante la realización de sus bienes), se convierte, por este hecho, en acreedor del deudor principal, tanto en el caso de la fianza como en el de la garantía real a favor de tercero.

respecto a pagos parciales realizados *antes* de la declaración de concurso¹¹⁸⁸. El acreedor puede comunicar su crédito en el concurso del deudor, de forma conjunta con el crédito subrogado, y obtener los pagos correspondientes al pignorante no deudor hasta que cobre íntegramente su derecho de crédito (arts. 87.7 y 160 LC). Dicho de otro modo, el *solvens* no cobra hasta que se pague íntegramente al acreedor. Se trata de una regla de subordinación particular del crédito del *solvens* a favor del *accipiens*. No obstante, se ha señalado que la subordinación opera en cuanto a los pagos, pero no priva de derecho de voto al pignorante no deudor¹¹⁸⁹. Desde esta perspectiva, el pignorante no deudor no ve limitados sus derechos políticos como consecuencia de la subordinación particular *ex lege* a favor del acreedor.

Surge la duda sobre la aplicación analógica, por identidad de razón (art. 4.1 CC), del artículo 87.7 de la Ley Concursal al pignorante no deudor¹¹⁹⁰. En realidad, la cuestión puede hacerse extensible a los demás lugares donde la Ley Concursal se refiere a los fiadores o avalistas, pero omite mención alguna al pignorante no deudor (arts. 60.2, 87.6, 97.4.3º, 135, 160, 178 bis.5, 240 y disp. ad. 4ª.9 LC). Pues bien, el Tribunal Supremo (sala primera) ha negado la existencia de identidad de razón entre el hipotecante no deudor y el fiador a los efectos de las excepciones de los artículos 1851¹¹⁹¹ y 1852¹¹⁹² del Código Civil (no sin expresar sus dudas al respecto en este último caso). Sin embargo, el Tribunal Supremo también ha indicado que no cabe excluir la

¹¹⁸⁸ Véase Campuzano, A.B. «Comentario del artículo 160», en la obra colectiva *Comentario de la Ley Concursal op. cit.*, páginas 2494 a 2497 (especialmente: página 2496); y Carrasco Perera, A. *Los derechos de garantía en la Ley Concursal, op. cit.*, página 294.

¹¹⁸⁹ Bermejo, N. «Comentario del artículo 135», en la obra colectiva *Comentario de la Ley Concursal, op. cit.*, página 2243.

¹¹⁹⁰ Al respecto, véase Ara, C. y Caballero, V. «La tutela del hipotecante en el concurso del deudor y del titular de la garantía real en el concurso del hipotecante no deudor», *Las ejecuciones en el concurso de acreedores. VIII Congreso Español de Derecho de la Insolvencia* (Rojo, A. dir.), Cizur menor, Civitas, 2016.

¹¹⁹¹ Sentencia de 3.XI.2004 (RJ 2004, 6869; ponente: Jesús Corbal); fundamento de derecho octavo.

¹¹⁹² La sentencia de 3.II.2009 (RJ 2009, 1361; ponente: Jesús Corbal), aun reconociendo expresamente «*que el tema es polémico*», rechazó que el hipotecante dispusiera de crédito resarcitorio frente al acreedor, a pesar de haber perjudicado su acción de subrogación mediante la liberación de los avalistas solidarios (cfr. art. 1852 CC). Las razones eran: (i) que la aplicación analógica del artículo 1852 del Código Civil supondría el reconocimiento de una causa de extinción de la hipoteca no reconocida por el ordenamiento (no se analizó la petición subsidiaria de crédito resarcitorio por haberse planteado de forma novedosa en el recurso de casación); (ii) que la norma de la excepción en la cesión de acciones no resulta de aplicación a otras figuras de garantía; y (iii) que, dada la existencia de garantías atípicas, ello contribuiría a crear inseguridad jurídica.

analogía en todo caso¹¹⁹³. Puesto que el artículo 87.7 de la Ley Concursal establece la misma regla que el artículo 1213 del Código Civil (aplicable al pignorante no deudor), no se advierten dificultades para establecer la existencia de identidad de razón¹¹⁹⁴.

Ahora bien, la Ley Concursal no establece una norma similar a la de los artículos 87.7 y 160 cuando el pago parcial se realiza tras la declaración de concurso. El artículo 87.6 de la Ley Concursal no contiene ninguna limitación a la subrogación por pago parcial, lo que, en principio, abocaría a la dilución del crédito del acreedor si, como consecuencia del pago del pignorante, se reconociera su crédito subrogado en el concurso. Frente a ello, la doctrina científica ha acudido a la aplicación analógica de los artículos 85.5 y 161.3 de la Ley Concursal, permitiendo, así, que no se haga depender la eficacia de la norma general (art. 1213 CC), del momento en el que se opere el pago parcial a favor del acreedor (antes o después de la declaración de concurso)¹¹⁹⁵. El artículo 85.5 permite que el acreedor insinúe el crédito que ostente frente a sus deudores solidarios, de forma simultánea, en los procedimientos correspondientes (cfr. art. 1144 CC); en el bien entendido de que el pago total no puede exceder del crédito (art. 161.1 LC)¹¹⁹⁶. Por su parte, el artículo 161.3, en sede de

¹¹⁹³ En el fundamento derecho tercero de la sentencia de 3.II.2009 (RJ 2009, 1361; ponente: Jesús Corbal) se indica que se ha de partir de la premisa «de que no cabe excluir la aplicación de ciertas reglas de la fianza al hipotecante por deuda ajena (...), sobre todo por la deficiencia normativa de la figura (art. 1857 CC) y de que las diferentes condiciones jurídicas de “responsable no deudor”, de uno, y de “deudor y responsable”, de otro, no parecen suficientes para justificar la exclusión».

¹¹⁹⁴ El Tribunal Supremo (sala primera), en la sentencia de 17.IV.2012 (RJ 2012, 5273; ponente: José Ramón Ferrándiz), dispuso que no existe identidad de razón para aplicar por analogía el artículo 87.7 de la Ley Concursal al supuesto del tercero que paga sin conocerlo el deudor y sin tener interés en el cumplimiento de la obligación, pues, en este caso, sabido es que no opera la subrogación legal (arts. 1259 y 1210.2º,3º CC). En el caso del hipotecante no deudor, sin embargo, resulta de aplicación el artículo 1210.3º del Código Civil. En el mismo sentido, Bermejo, N. «Comentario del artículo 87», en la obra colectiva *Comentario de la Ley Concursal*, op. cit., página 1568.

¹¹⁹⁵ Bermejo, N. «Comentario del artículo 87», en la obra colectiva *Comentario de la Ley Concursal*, op. cit., página 1576. Madrazo, J. «El pago parcial efectuado tras la declaración de concurso por coobligado solidario, como causa de modificación de la lista de acreedores (AJM 3 Vigo, 28 de mayo de 2013)», Anuario de Derecho Concursal, nº 31, 2014, páginas 477 a 487, propone el reconocimiento de un crédito contingente a favor del *solvens*, diferenciando dos partes en el crédito que mantiene el *accipiens* hasta que se produzca el pago total.

¹¹⁹⁶ En consecuencia, se establece una excepción a la regla general de que el pago parcial de uno de los deudores solidarios, realizado en la fase de liquidación, produce, en la parte correspondiente, efectos liberatorios frente a todos los demás (cfr. art. 1145 CC). Sin embargo, a falta de pacto, los codeudores solidarios pueden oponerse al pago íntegro que reclame el acreedor que haya votado a favor de un convenio con quitas y/o esperas (art. 135 LC). Pese a ello, si se diera el supuesto de que uno de los codeudores paga íntegramente en su concurso, resulta controvertido si éste podría reclamar la parte correspondiente en su integridad frente al deudor solidario que se halle en fase de cumplimiento de un convenio con quitas y/o esperas (cfr. art. 1146 CC). Debería ser así, si el codeudor que paga íntegramente no pudo conocer el voto del acreedor y, de lo contrario, se trataría de un supuesto de posible responsabilidad de la administración concursal (art. 36.1 LC).

liquidación, establece una regla de subordinación particular a favor del acreedor (similar a la de los arts. 87.7 y 160 LC), respecto del deudor solidario que ha hecho un pago parcial. Como la subordinación *ex lege* aborda los problemas de la subrogación por pago parcial ante la insolvencia del deudor, nuevamente hay que entender que el pignorante no deudor debería mantener sus derechos políticos (sin perjuicio de la postergación en los cobros)¹¹⁹⁷.

Cuando se produce la *subrogación por pago total tras la declaración de concurso*, la norma de aplicación es el artículo 87.6 de la Ley Concursal (incluso si la subrogación por pago se produce tras la presentación de los textos definitivos *ex art. 97.4.3º LC*). Nuevamente, no se advierten razones por las que no pueda entenderse que existe identidad de razón para aplicar el artículo 87.6 de la Ley Concursal al pignorante no deudor¹¹⁹⁸.

La cuestión es que la regla de la subordinación particular (posponer la subrogación hasta el momento del pago total) no resulta siempre suficiente para tutelar el interés del acreedor (depende del porcentaje del crédito consumido en la ejecución de la prenda y de la quita pactada en caso de convenio). El caso paradigmático es el objeto de análisis: la prenda sobre acciones o participaciones sociales de la sociedad deudora. Cuando el acreedor adquiere la condición de socio, aunque haya cobrado íntegramente, ve cómo surge un nuevo pasivo en la sociedad por el ejercicio de la acción de subrogación por parte del antiguo socio. Este fenómeno encarece la solución convencional que pueda proporcionar el acreedor (a la postre socio de la concursada), mediante el cambio del órgano de administración oportuno. Es decir, el acreedor que ejecuta la prenda y que, como paso natural siguiente, patrocina una propuesta de convenio de continuidad para solucionar la situación de insolvencia del deudor, ve cómo el plan de viabilidad ha de contemplar el pago del crédito subrogado del socio de control (art. 134.1.II LC) –aunque su interés económico no sea realizable por estar «*out of the money*»–. El encarecimiento tiene lugar cuando, una vez satisfecho íntegramente el crédito del acreedor proponente, todavía hay remanente del crédito subrogado (*i.e.* tras haberse aplicado al pago del *accipiens ex art. 87.7 LC*). Además, en el caso del pignorante no deudor es dudoso que haya causa de

¹¹⁹⁷ En contra, Bermejo, N. «Comentario del artículo 135», en la obra colectiva *Comentario de la Ley Concursal, op. cit.*, página 2243, quien, no obstante, considera que el acreedor debería recabar instrucciones del hipotecante no deudor a la hora de emitir su derecho de voto.

¹¹⁹⁸ En el mismo sentido, por todos, Bermejo, N. «Comentario del artículo 87», en la obra colectiva *Comentario de la Ley Concursal, op. cit.*, página 1568. En contra, las sentencias del Juzgado de lo Mercantil número 1 de Bilbao, de 29.IV.2009 (AC 2009, 1045; ponente: Edmundo Rodríguez) y 9.VI.2009 (AC 2009, 1631; ponente: Edmundo Rodríguez).

subordinación, dado que, cuando se produce la subrogación, el socio ya no es persona especialmente relacionada con el deudor, por lo que se subroga en un crédito (el del acreedor) que deberá clasificarse como ordinario (arts. 92.5º y 93.2.1º LC)¹¹⁹⁹. A mayor abundamiento, en el momento del nacimiento del crédito, que es el criterio hay que al que estar salvo en el caso de los administradores¹²⁰⁰, no había causa de subordinación¹²⁰¹.

El problema se puede solucionar mediante la renuncia al ejercicio de la acción de subrogación en el contrato de constitución de la garantía por deuda ajena; extremo que resulta posible porque no se trata de una norma imperativa (art. 6.2 CC). Cuestión distinta es la posible ineficacia sobrevenida de la renuncia de ese derecho (arts. 1111, 1291.3º y 1297.I CC; y 71.2 LC). Además, como cuando se ejercita la acción de subrogación el socio ha perdido su condición de tal, el gasto asociado a la renuncia de dicha acción no es deducible en sede del pignorante¹²⁰². En sede del deudor, se reconoce un ingreso asociado a la liberalidad (art. 15.e TRLIS). Por tanto, debe ponderarse esta circunstancia antes de renunciar al derecho de subrogación. Al fin y al cabo, el *solvens* hace suyos los pagos correspondientes al crédito del *accipiens* hasta que ve satisfecho su derecho de crédito íntegramente. El encarecimiento de la solución convencional sólo ocurre cuando, una vez satisfecho íntegramente el crédito del acreedor proponente, todavía hay remanente del crédito subrogado.

¹¹⁹⁹ El problema es aún más evidente en el caso de la fianza (no aplicable al hipotecante no deudor), cuando se ejercita, no la acción de subrogación (art. 1839 CC), sino la de reembolso (art. 1838 CC), pues da lugar al surgimiento de un derecho de crédito *ex novo*. Al respecto, por todos, Díez-Picazo, L. *Fundamentos del Derecho Civil Patrimonial II. Las relaciones obligatorias*, *op. cit.*, páginas 509 a 511. La doctrina científica ha entendido que la clasificación del crédito subrogado no debería variar dependiendo de la acción ejercitada en los supuestos de los ordinales quinto y sexto del artículo 92 de la Ley Concursal (véase Carrasco Perera, A. *Los derechos de garantía en la Ley Concursal*, *op. cit.*, páginas 299 y 300). Por otra parte, al tratarse de un derecho *ex novo*, cabría considerar la posibilidad de tratar dicho crédito de reembolso como contra la masa (art. 84.2.10º LC). Véase, al respecto, Muñoz Paredes, M^a.L. «Seguro de caución y concurso del tomador: (comentario a la sentencia del Juzgado de lo Mercantil número 6 de Madrid de 18 de febrero de 2013)», *Anuario de derecho concursal*, nº 30, 2013, páginas. 309-320.

¹²⁰⁰ Además de la dicción literal del artículo 93.2.1º de la Ley Concursal, véase la sentencia del Tribunal Supremo (sala primera), de 4.III.2016 (RJ 2016, 806; ponente: Ignacio Sancho), que extiende este mismo criterio al tercer párrafo (sociedades del mismo grupo y socios comunes).

¹²⁰¹ Carrasco, A. *Los derechos de garantía en la Ley Concursal*, *op. cit.*, páginas 310 y 311, defiende que el crédito no se subordinaría en ningún caso, puesto que no se trata de un derecho propio, como ocurriría *ex* artículos 1158 o 1838 del Código Civil, sino de la subrogación en el crédito del acreedor (arts. 1210.3º y 1212 CC).

¹²⁰² Con todo, si se renuncia a la acción de subrogación cuando se constituye la garantía, cabría argumentar que debería dar lugar a un incremento en el patrimonio neto, proporcional a la participación del pignorante en el capital social.

Por ejemplo, sea un crédito inicial del acreedor pignoraticio de 100. El acreedor resulta adjudicatario de las participaciones sociales del socio único por 20, antes de la declaración de concurso. Los créditos a favor de *solvens* y *accipiens* serán, respectivamente, 20 y 80, y ambos serían clasificados como ordinarios (art. 89.2 LC). El acreedor propone una propuesta de convenio que contempla una quita del 30 por ciento y una espera de 2 años, sin intereses. Pues bien, el *solvens* tendría derecho a cobrar dos pagos anuales de 7 en los años tres y cuatro, en tanto que el *solvens* cobraría 28 cada uno de los dos primeros años. Ahora bien, como la quita le comportaría una pérdida (nominal¹²⁰³) de 24, el *accipiens* tendría derecho a cobrar los 14 que corresponderían al *solvens*. El resultado es que el *solvens* no recuperaría su crédito de subrogación, mientras que el *accipiens* obtendría únicamente sufriría una pérdida del 12,5 por ciento respecto al crédito concursal (pues recuperaría 70 de 80) y del 10 por ciento, respecto del crédito total (100). Como consecuencia de la subordinación *ex lege* del artículo 160 de la Ley Concursal, el *solvens* ve cómo los pagos realizados por el deudor en cumplimiento del crédito de regreso han sido destinados a la satisfacción del *accipiens*. Por supuesto, una vez cumplido el convenio (incluso aunque el *accipiens* hubiera cobrado su crédito íntegramente), el *solvens* carece de derecho para reclamar el pago contra el deudor, conforme al principio de paridad de trato. El concurso concluye con el auto declarando el cumplimiento del convenio (arts. 139.2 y 176.1.2º LC), al cual se encontraba afecto el crédito del *solvens* (arts. 134.1 y 136 LC).

En un caso como el de este ejemplo, la renuncia al derecho de subrogación hubiera supuesto la aparición de un pasivo público en el deudor (por la liberalidad) y, sin embargo, no hubiera encarecido la solución de convenio desde la perspectiva del acreedor pignoraticio (pues, además de ser el titular de la sociedad, habría recibido los pagos correspondientes al crédito de subrogación del *solvens*). Sin embargo, la renuncia al derecho de subrogación adquiere su razón de ser cuando el acreedor satisface íntegramente su crédito con la ejecución de la prenda.

Alternativamente a la ejecución de la prenda, siempre y cuando el acreedor pignoraticio se haya hecho reservar (estatutariamente *ex art. 132 LSC*) el ejercicio de los derechos políticos ante determinadas circunstancias, puede constituirse en junta universal, sustituir a los administradores y capitalizar su crédito hasta obtener un

¹²⁰³ Generalmente, el cesionario no deberá dotar pérdida alguna por deterioro, ya que habrá adquirido su crédito con un descuento igual o superior a la quita que propondrá en su propuesta de convenio.

porcentaje de control¹²⁰⁴. El problema, nuevamente, es mantener crédito suficiente para controlar la aprobación de la solución convencional a la insolvencia.

11.4. *Los derechos de preferente adquisición*

Si el objeto que se persigue con la ejecución de la prenda es tomar el control de una sociedad, otro aspecto de indudable relevancia son los derechos de preferente adquisición. La cuestión se puede analizar desde dos perspectivas: la estrictamente solutoria (ejecución de la prenda para cobrar) o la que persigue la toma de control.

En las sociedades de responsabilidad limitada, los derechos de preferente adquisición a favor de los socios (*rectius*: las limitaciones a la libre transmisibilidad de las participaciones) tienen carácter imperativo. Todo lo contrario que las sociedades anónimas, donde las transmisiones son libres salvo que, en el caso de las acciones nominativas, se haya pactado lo contrario en los estatutos (arts. 123.1, 124 y 125 LSC).

Sabido es que el artículo 108.1 de la Ley de Sociedades de Capital declara la nulidad de las cláusulas estatutarias que «*hagan prácticamente libre la transmisión voluntaria de las participaciones sociales por actos inter vivos*». El Tribunal Supremo ha señalado que «*una renuncia excesivamente genérica al derecho de adquisición*» contradice el artículo 6.2 del Código Civil¹²⁰⁵. La cuestión es si la renuncia pactada en el contrato de prenda entra dentro de estos límites. La respuesta debería ser afirmativa. Además, la nulidad se predica respecto de las cláusulas estatutarias que hacen prácticamente libre las transmisiones *voluntarias*. Si alguno de los socios (o la sociedad, en caso de haberse reconocido el derecho en los estatutos *ex arts. 109.3 y 132.2 LSC*) tratara de subrogarse en la posición procesal del acreedor pignoraticio, el ejecutante cuyo objetivo es tomar el control de la sociedad debería poder oponer la renuncia oportuna.

Desde la perspectiva de la función solutoria de la ejecución de la prenda, la disparidad en el régimen de un tipo societario y otro obliga a revisar con detalle los estatutos de una sociedad anónima. Mientras que en el caso de las sociedades de responsabilidad

¹²⁰⁴ Véase la sentencia del Tribunal Supremo (1^a) de 10.XI.2011 (RJ 2012, 1372; ponente: Rafael Gimeno-Bayón), que negó que semejante estrategia supusiera la conculcación de la prohibición de pacto comisorio (art. 1859 CC).

¹²⁰⁵ Sentencia del Tribunal Supremo (sala primera) de 24.V.2013 (RJ 2013, 4960; ponente: Ignacio Sancho).

limitada los socios (o la sociedad) se subrogan en la posición del ejecutante como mejor postor (hay una sola transmisión), en las sociedades anónimas el régimen varía notablemente. Para rechazar la inscripción de la transmisión (ya perfeccionada y ejecutada) en el libro registro de acciones nominativas, la sociedad debe presentar a un adquirente u ofrecerse para llevar a cabo una segunda transmisión de las acciones. El problema reside en que esta segunda transmisión debe realizarse a valor razonable que debe determinar un tercero independiente (art. 124.2 LSC). En cierto caso analizado por el Tribunal Supremo¹²⁰⁶, el acreedor sufrió una pérdida porque, tras adjudicarse las acciones dando carta de pago por quedar la subasta desierta (art. 1872 CC), la ulterior compraventa se realizó a valor razonable (inferior a la deuda; piénsese en el caso de una sociedad insolvente o, peor, en situación de desbalance).

12. La inidoneidad y la debilidad de los incentivos a la capitalización de créditos desde la perspectiva del mercado de «Loan-to-Own»

La solución ensayada por el legislador para afrontar el problema de gobierno corporativo que puede tener lugar en situaciones de «*financial distress*» es perturbadora, inidónea y pusilánime¹²⁰⁷. Es perturbadora porque infiere en la estructura de gobierno corporativo del derecho de sociedades, naturalmente establecida para reducir costes de transacción en beneficio último de los socios.

Es, además, inidónea para solucionar el problema del gobierno corporativo de la empresa en crisis porque desincentiva, pero no impide la oposición frontal al acuerdo de refinanciación que conlleva un cambio de control (no se trata de un mecanismo de «*equity cramdown*»). El deudor en situación de insolvencia actual sigue teniendo el deber de solicitar la declaración de concurso y puede hacerlo cuando prevea que es inminente (arts. 2 y 5 LC). Los acreedores profesionales pueden verse perfectamente arrastrados al concurso, sin perjuicio de la eventual depuración de las eventuales responsabilidades en caso de que se abra la sección sexta. Como su objetivo es tomar el control, se demuestra que el remedio resarcitorio es inidóneo para tutelar su derecho subjetivo.

¹²⁰⁶ Sentencia del Tribunal Supremo (sala primera) de 29.V.2012 (RJ 2012, 5267; ponente: Francisco Marín).

¹²⁰⁷ Véase los artículos 164.1, 165.2, 172.2.1º y 172 bis de la Ley Concursal (Vid. *Supra* IX).

En tercer lugar, es una solución pusilánime porque es perfectamente posible que el concurso sea calificado como culpable, pese a que ciertos socios que emitan votos negativos no sean personas afectadas por la calificación. Ello dependerá de su importancia relativa en la distribución del capital social¹²⁰⁸ o de las causas alegadas para votar en contra del acuerdo. Y respecto de los que lo sean, sin perjuicio de los pronunciamientos necesarios de la sentencia de calificación del concurso como culpable (art. 172.2.2º y 3º LC)¹²⁰⁹, únicamente responderán, en su caso, por el fallido concursal, «en la medida en que la conducta que ha determinado la calificación culpable haya generado o agravado la insolvencia» (art. 172 bis LC). Poco o nada se habrá agravado si la solicitud de concurso es inminente¹²¹⁰. Además, en el caso de los socios la presunción de culpabilidad y la posibilidad de ser considerados como persona afectada por la calificación se anuda a la emisión de un voto negativo. Nada se dice, sin embargo, (i) de la falta de asistencia a la junta general en el caso de las sociedades anónimas, donde los accionistas podrán evitar la aplicación de la presunción de culpabilidad impidiendo que se alcance el quórum necesario para que se constituya válidamente la junta general en primera (art. 194 LSC¹²¹¹); o (ii) de la abstención en el de las sociedades de responsabilidad limitada (art. 198 LSC)¹²¹². Es una norma limitadora de derechos, lo que abona una interpretación restrictiva.

Desde la perspectiva de los administradores, el deudor que se halla en situación de insolvencia tiene el deber de solicitar su declaración de concurso en un plazo de dos meses (arts. 2.2, 5.1 y 165.1.1º LC). Por tanto, poco cabrá reprochar al órgano de administración que solicita la declaración de concurso conforme a dicho deber. No existe ningún deber de negociar con los acreedores financieros profesionales para

¹²⁰⁸ Asimismo, Marín de la Bárcena, F. «Observaciones a las propuestas de interpretación de la reforma de la Ley Concursal 2014 en materia de calificación culpable del concurso», *op. cit.*, página 6.

¹²⁰⁹ A pesar del carácter necesario de este pronunciamiento, es criticable que los socios puedan resultar inhabilitados para representar a personas y administrar bienes ajenos por un periodo de dos a quince años.

¹²¹⁰ Véase, por todos, Ribelles, J.M^a. «La naturaleza jurídica de la responsabilidad concursal», *op. cit.*, página 220. *Vid. Supra* IX.

¹²¹¹ Sin perjuicio de que la Ley Concursal haya dispuesto la aplicación de la «mayoría ordinaria», al no existir norma especial en sentido contrario, ha de interpretarse que el quórum para la válida constitución de la junta general de accionistas sigue siendo el de los «casos especiales» *ex* artículo 194 de la Ley de Sociedades de Capital.

¹²¹² En contra, por todos, Marín de la Bárcena, F. «Obstaculización de acuerdos de refinanciación y calificación culpable del concurso», *op. cit.*, página 3: «la formación de la mayoría necesaria es el resultado de un proceso que comprende la constitución de la junta y si se impide esta constitución se impedirá también la formación de la mayoría. El fundamento de este supuesto de calificación culpable es obstaculizar y por ello general de accionistas que deben incluirse todas sus posibles manifestaciones. No tendría sentido tratar de modo distinto lo que es igual».

evitar la declaración de concurso. Además, el artículo 172.2.1º.II de la Ley Concursal únicamente establece una causa de exoneración, indicando que los administradores no serán considerados «persona afectada por la calificación» por esta causa, siempre que «recomienden la recapitalización basada en causa razonable», aunque la junta general no acuerde el aumento de capital posteriormente (arts. 286 y 301.1 LSC). La Ley guarda sin embargo silencio respecto a otras posibles conductas de los administradores: (i) la falta de convocatoria de la junta general (ante la falta de legitimación de los acreedores para ello *ex arts.* 166 a 168 LSC¹²¹³); (ii) la no inclusión del asunto entre los puntos del orden del día a tratar (art. 174 LSC); o (iii) la emisión de un informe contrario a la capitalización de créditos (arts. 286 y 301.1 LSC). Dado que el principio de legalidad impide el establecimiento de presunción *iuris tantum sensu contrario* (art. 385 LEC), para considerar al administrador como «persona afectada por la calificación» con base en estos hechos deberá acudirse a la cláusula general del artículo 164.1 de la Ley Concursal¹²¹⁴.

Además, el deudor que se halla en situación de insolvencia actual tiene el deber de solicitar su declaración de concurso en un plazo de dos meses (arts. 2.2, 5.1 y 165.1.1º LC), por lo que poco cabrá reprochar al órgano de administración que solicita la declaración de concurso conforme a dicho deber en lugar de promover la consecución del acuerdo de refinanciación. No existe ningún deber de negociar con los acreedores financieros profesionales para evitar la declaración de concurso. En todo caso, cuando se acuda a la vía concursal, el daño generado como consecuencia de la generación o agravación de la insolvencia será testimonial.

Con todo, las negociaciones deben hallarse en una situación muy avanzada. La emisión del informe del experto independiente marca un hito importante en la práctica. A partir de ese momento (y salvo que se recabe otro informe en sentido contrario *ex art.* 71 *bis.*4 LC), se presume *iuris tantum* la ausencia de causa razonable, lo que, a su vez, en caso de apertura de la sección de calificación, puede llevar a la aplicación de la presunción de culpabilidad (art. 165.2 LC). Aunque la inexistencia de causa razonable en la negativa para la capitalización de créditos puede acreditarse de cualquier otro modo, los socios constituidos en junta general pueden instruir al

¹²¹³ La única excepción reside en que los estatutos contemplen la legitimación del acreedor pignoraticio para ejercitar los derechos del socio (art. 132.1 LSC). En tal caso, si se dieran los requisitos oportunos para ello, cabría la posibilidad de solicitar la convocatoria al letrado de la administración de justicia o al registrador mercantil del domicilio social (arts. 168.II, 169.2, 170 y 171 LSC).

¹²¹⁴ Asimismo, Marín de la Bárcena, F. «Observaciones a las propuestas de interpretación de la reforma de la Ley Concursal 2014 en materia de calificación culpable del concurso», *op. cit.*, página 6.

órgano de administración con anterioridad para que solicite la declaración de concurso en lugar de mantener las negociaciones con los acreedores (art. 161 LSC). Si no se ha suscrito un «*term sheet*» como mínimo, la aplicación de la presunción de culpabilidad es ardua.

Por otro lado, en caso de situación de insolvencia renovada incluso tras la celebración del acuerdo de refinanciación, los administradores deberían solicitar la declaración de concurso para evitar la aplicación de la presunción del artículo 165.1.1º de la Ley Concursal. Por todo ello, es cuestionable que el deber de solicitar la declaración de concurso ceda a favor del deber de convocar a la junta general.

En definitiva, aunque la mera existencia de una «amenaza» favorece indudablemente la flexibilidad en las negociaciones *ex ante*, en la práctica la adopción del acuerdo de aumento de capital por compensación de créditos se trata de garantizar por otros medios (capital delegado en la sociedad anónima *ex art. 297.1.a LSC*¹²¹⁵; acuerdo previo de la junta general cuya ejecución se somete a condición suspensiva relativa a verificación de ciertos hitos; celebración del acuerdo de refinanciación sometido a condición suspensiva –el otorgamiento del dinero nuevo, por ejemplo–; causa de vencimiento anticipado o condición resolutoria explícita; emisión de obligaciones convertibles¹²¹⁶ u otros instrumentos como «*warrants*», etc.).

13. La dilatación del concurso ante la falta de apoyo para aprobar un convenio de continuidad y la posibilidad de solicitar la liquidación en detrimento de la solución preferida por la mayoría de los acreedores

El mayor desincentivo que afecta a los operadores del mercado de «*Loan-to-Own*» es el tiempo de tramitación del procedimiento concursal. Después del caso de La Seda de Barcelona S.A.¹²¹⁷ el mercado parece aceptar, a falta de disposición legal expresa,

¹²¹⁵ El «capital autorizado» del artículo 297.1.b) de la Ley de Sociedades de Capital no resulta de aplicación al aumento de capital por compensación de créditos, en la medida en que siga siendo pacífica la postura de considerarlo como mixto o relativo a las aportaciones no dinerarias. El inconveniente del «capital delegado» es la necesidad de contar con un acuerdo previo de la junta general (acuerdo de refinanciación previo) y su limitación temporal a un año (art. 297.1.a LSC).

¹²¹⁶ En el caso de las obligaciones convertibles, el artículo 414 de la Ley de Sociedades de Capital exige que se acuerde el aumento de capital de forma simultánea a la emisión de las obligaciones convertibles, sin perjuicio de que la conversión pueda tener lugar en un momento futuro. Con ello se evita una eventual actitud omisiva de la sociedad (véase, García de Enterría, J. «Comentario del artículo 414», en la obra colectiva, *Comentario de la Ley de Sociedades de Capital* -Rojo, A., Beltrán, E. dirs.-, Civitas, Cizur Menor, 2011, página 2835).

¹²¹⁷ *Vid. Supra* VI.2.7.3.

que el deudor, intervenido o suspendido, puede pedir la liquidación en cualquier momento. Ya sea para impedir la aprobación judicial de una propuesta que cuente con el apoyo de sus acreedores (art. 128.3 LC) o para frustrar un convenio en fase de ejecución, no se cuestiona la «soberanía del deudor» (sin perjuicio de que los socios puedan estar «*out of the money*»). El concurso tutela el interés de los acreedores, pero no toma en consideración sus preferencias a la hora de adoptar las decisiones esenciales a propósito de la solución a la insolvencia.

La alternativa para pujar por el control de la empresa en crisis es la adjudicación en el marco de la fase de liquidación. Sin embargo, el deudor carece de incentivos para anticipar la apertura de la fase de liquidación. Además de la inevitable apertura de la sección sexta con el auto que apruebe el plan de liquidación (art. 167.1.I LC), la liquidación comporta la venta judicial forzosa del patrimonio del deudor para pagar con el producto a los acreedores.

Por tanto, aun anticipando la falta de apoyo de los acreedores profesionales, la estrategia habitual y esperada del deudor consiste en proponer una propuesta de convenio. Ello puede ir acompañado del ejercicio de otras acciones tendentes (i) a privar a los acreedores del derecho de voto (subordinación con base en su calificación como administradores de hecho u ocultos); (ii) a negar su reconocimiento como tales (*pactum de non cedendo*); o (iii) a tratar de ejercitar la acción de retracto de créditos litigiosos frente a los cesionarios (arts. 1535 y 1536 CC).

Para evitar la demora en la tramitación del procedimiento, la solución al problema exige ejecutar la prenda de acciones o participaciones sociales. De hecho, cuando el objetivo del cesionario es tomar el control de la empresa, ésta es la garantía real que le otorga un poder de negociación mayor. Por ejemplo, la ejecución de prendas de créditos resulta perjudicial para la empresa como unidad económica en funcionamiento, razón por la que no se suele ejecutar, salvo que el acreedor renuncie a su objetivo estratégico y se conforme con obtener una recuperación razonable de su crédito lo antes posible. La ejecución de la prenda permite, en contraprestación por cierto consumo del crédito, que el acreedor se convierta en el nuevo titular de las acciones o participaciones de la sociedad, lo que no desencadena la subordinación de su crédito (art. 93.2.1º LC).

La alternativa a la liquidación es la presentación de una propuesta de convenio de continuidad (o de asunción). La decisión entre liquidación o convenio una vez que se

ha ejecutado la prenda depende del coste de una opción u otra, así como del tipo de contratos celebrados por el deudor (art. 67.1 LC).

14. Estrategias de «Loan-to-Own». Análisis económico de las opciones para tomar el control en el concurso: convenio de continuidad con cambio de control, convenio de asunción y «credit bid» en la liquidación

Al margen de la solución ofrecida por el legislador para paliar el conflicto de interés entre socios y acreedores en situaciones de «*financial distress*» (desincentivos en relación con la sección de calificación), el concurso de acreedores ofrece distintas alternativas para tomar el control cuando el valor de la empresa es inferior a la deuda. Naturalmente, la solución del convenio de continuidad sin cambio de control puede ser abonada por la confianza de los acreedores en el órgano de administración y el resto del equipo directivo, la existencia de socios estratégicos, el desconocimiento del sector por parte de los acreedores, o que, simplemente, sean el fruto del buen hacer del deudor en las negociaciones.

Las opciones para la toma de control de la empresa en crisis son esencialmente tres: (i) convenio de continuidad cuya ejecución da lugar al cambio de control (capitalización de créditos o modificación estructural); (ii) convenio de asunción; o (iii) adjudicación de la unidad productiva en la liquidación concursal (o en la sección tercera)¹²¹⁸. Las tres alternativas permiten el mantenimiento del fondo de comercio si los acreedores que toman el control alcanzan un acuerdo con los trabajadores y otros contratistas estratégicos.

El principal problema de las dos primeras alternativas (convenio con cambio de control de la sociedad –convenio de continuidad– o de la empresa –convenio de asunción–) es la incertidumbre respecto a la posibilidad de que el deudor pida la

¹²¹⁸ Esta adjudicación también puede tener lugar en el marco de la sección tercera (fase común), a partir de la correspondiente autorización judicial *ex* artículo 43.2 de la Ley Concursal. No obstante, esta razón es cada vez más residual en la práctica. Sobre el particular, permítase hacer una referencia a Ara, C. y López, D. «La adjudicación de la unidad productiva en la fase de liquidación del concurso de acreedores», en la obra colectiva *La liquidación de la masa activa. VI Congreso Español de Derecho de la Insolvencia «in memoriam Emilio Beltrán»* (Rojo, A., Quijano J. y Campuzano, A.B. dirs.), Civitas, 2014, páginas 905 a 923.

liquidación en cualquier momento (art. 128.3 y 142.1 LC)¹²¹⁹ o que la junta general no adopte los acuerdos societarios correspondientes (autorización para el convenio de asunción *ex art. 160 f* –cuya exigencia es muy discutible– y acuerdo de aumento de capital por compensación de créditos en el convenio de continuidad con cambio de control vía capitalización). Además de los incentivos en la fase paraconcursal (arts. 164.1, 165.2, 172.2.1º y 172 *bis* LC), la ejecución de la prenda sobre las acciones o participaciones sociales es el remedio oportuno para orillar el riesgo de la solicitud de apertura de la fase de liquidación o de que la junta general no adopte los acuerdos sociales oportunos.

Ante el coste de oportunidad y el asociado a la elaboración de la propuesta de convenio, este problema puede llevar a la dilatación del procedimiento hasta que se abra la liquidación (por falta de apoyo a la propuesta de convenio de continuidad sin cambio de control que pueda patrocinar el deudor). Sin embargo, el convenio puede resultar la única opción hábil para remover la situación de insolvencia cuando el deudor haya celebrado contratos de derecho público, pues la apertura de la fase de liquidación lleva irremediamente a la resolución del contrato (arts. 223.b y 224.2 LCSP)¹²²⁰. Ahora bien, la adjudicación de la unidad productiva en el marco de la fase de liquidación (o de la sección tercera *ex art. 43.4 LC*) evita recabar las autorizaciones correspondientes para el mantenimiento de licencias y autorizaciones administrativas (art. 146 *bis.2* LC –que también resulta aplicable al convenio de asunción *ex art. 100.2.III LC*–).

En términos de coste, la primera alternativa (convenio de continuidad con cambio de control) es la menos atractiva. No es aplicable la exención a la sucesión de empresa en materia tributaria, pues requiere que haya una transmisión (art. 42.1.c.IV LGT). En cuanto a los efectos de sucesión de empresa en materia laboral y de Seguridad Social, la Ley equipara en gran medida las soluciones de convenio de asunción y adjudicación de la unidad productiva en el marco de la fase de liquidación (arts. 100.2.III, 146 *bis.3* y 149.2 LC). Con todo, como el asunto de la empresa debe pagar

¹²¹⁹ Véase Tirado I. «La reestructuración empresarial en el marco del derecho concursal español. Un análisis crítico», en la obra colectiva *La liquidación de la masa activa. VI Congreso Español de Derecho de la Insolvencia «in memoriam Emilio Beltrán»*, *op. cit.*, páginas 631 a 650 (especialmente: páginas 641 a 644). El profesor Tirado denuncia la falta de lógica económica de los convenios de continuidad sin cambio de control, dada la condición de «propietarios económicos» de los acreedores. En este sentido (página 649), se sugiere limitar el poder de decisión del deudor respecto a decisiones estratégicas a propósito de la solución al concurso.

¹²²⁰ El artículo 146 *bis* de la Ley Concursal se limita a señalar la posibilidad de cesión del contrato conforme a la Ley de Contratos del Sector Público, lo que parece indicar que el adjudicatario podrá solicitar el consentimiento oportuno si no se hubiera resuelto el contrato con anterioridad.

los créditos contra la masa (lo que incluye las indemnizaciones por extinción de la relación laboral *ex art. 84.2.5º LC*), la adjudicación en la fase de liquidación (sección quinta) resulta más económica cuando el adquirente no asume los contratos de todos los trabajadores. Además, la sucesión de empresa en materia laboral puede limitarse a la cuantía de los salarios y de las indemnizaciones pendientes de pago en que no se subrogue el fondo de garantía salarial (*art. 149.4 LC*). Por último, a diferencia de la doctrina judicial en sede de homologación de acuerdos de refinanciación¹²²¹, los créditos subordinados deben recibir el mismo trato que los ordinarios, si bien de forma postergada (*art. 134.1.II LC*), lo que supone el encarecimiento relativo de la opción de convenio (de continuidad o de asunción) frente a la adjudicación de la empresa en la fase de liquidación.

La liquidación concursal también es la solución idónea cuando el adquirente no desea asumir todos los contratos bilaterales y sinalagmáticos con obligaciones recíprocas pendientes de cumplimiento que no hayan sido resueltos en interés del concurso con anterioridad. Al igual que ocurre con los trabajadores no asumidos, el crédito resarcitorio se paga con cargo a la masa (*art. 61.2.II LC*), pero no es asumido por adjudicatario, que paga un precio.

Por otro lado, el artículo 146 *bis.4* de la Ley Concursal permite que el adjudicatario pague parte del precio mediante la asunción de ciertas obligaciones relativas a contratistas o trabajadores estratégicos para la continuidad de la actividad empresarial. La solución es equivalente al convenio, con la relevante diferencia de que esta alteración del principio de paridad trato no constituye trato singular, por lo que no se precisa la correspondiente «doble mayoría» (*art. 125.1 LC*).

Los pagos asumidos en virtud del convenio de asunción deberían equivaler al precio que el asuntor estaría dispuesto a pagar (en parte mediante compensación o «*credit bid*») por la adjudicación de la unidad productiva en el marco de la fase de liquidación concursal. A diferencia del potencial conflicto de interés transaccional del convenio de asunción (cuando el asuntor es una sociedad controlada por los «acreedores de control»)¹²²², el pago total o parcial por compensación (*art. 1195 CC*) no le situaría en conflicto de interés. El precio de adjudicación resultaría del resultado de la subasta

¹²²¹ Véase las sentencias del Juzgado de lo Mercantil número 11 de Madrid (núm. 943/2015; ponente: Carmen González); del Juzgado de lo Mercantil número 2 de Sevilla de 24.X.2016 (núm. 507/2016; ponente: Pedro Márquez); y del Juzgado de lo Mercantil de Barcelona de 29.XI.2016 (núm. 374/2015; ponente: Manuel Ruiz de Lara).

¹²²² *Vid. Supra* VI.2.9 y VIII.2.9.

(o, excepcionalmente, de la venta directa), cuyas reglas habrían sido establecidas por la administración concursal y aprobadas, en última instancia, por el juez del concurso (art. 148 LSC). En todo caso, la parte del precio a compensar se limita al porcentaje del mismo que corresponde al adjudicatario en su condición de acreedor conforme a las normas imperativas de prelación de pagos (de ahí que quepa hablar de confusión de derechos *ex art. 1192.I CC*). Por tanto, en este escenario no se daría situación de conflicto de interés transaccional ni alteración del principio de paridad de trato.

Desde una perspectiva fiscal, está sujeto a controversia si el precio pagado por la unidad productiva en el marco de la fase de liquidación es equiparable al que dos partes interesadas, independientes y debidamente informadas, hubieran determinado en condiciones de libre competencia (es decir, al valor razonable de los activos adjudicados). El marco conceptual del Plan General de Contabilidad excluye de la definición de valor razonable: *«al que sea resultado de una transacción forzada, urgente o como consecuencia de una situación de liquidación involuntaria»*. La suspensión del deudor en el ejercicio de las facultades de administración y disposición sobre su patrimonio puede llevar a la conclusión de que la adjudicación de la unidad productiva es «forzosa». La caracterización de la fase de liquidación (sección quinta) como un procedimiento de apremio colectivo donde se realiza el inventario para pagar con el producto a los acreedores abona esta conclusión. Sin embargo, un procedimiento de licitación riguroso y desde luego revestido de los principios de publicidad y concurrencia puede justificar que el precio pagado por el tercero adjudicatario sea equiparable al valor razonable de los activos.

La resolución del Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas de 18.X.2013, sobre el marco de información financiera cuando no resulta adecuada la aplicación del principio de empresa en funcionamiento, no ha resuelto la cuestión. Se limita a establecer el mantenimiento de los deberes contables de la empresa en liquidación, así como los criterios que han de regir en el registro y la valoración de los elementos patrimoniales, y en la formulación de las cuentas anuales. El problema se observa desde la óptica del adjudicatario, quien debe registrar y valor los bienes y derechos conforme a su valor razonable. Conforme a la tesis de que el valor razonable es superior al precio pagado al concurso, el comprador debe registrar un fondo de comercio negativo por la diferencia, lo que conlleva la liquidación de la plusvalía futura asociada a una eventual enajenación de la unidad productiva en el ejercicio que tiene lugar la adjudicación (con el correspondiente flujo de caja negativo). Alternativamente, cabría registrar la diferencia como una subvención otorgada por el concursado para cubrir eventuales contingencias futuras conforme a la norma de

registro y valoración 18^a del Plan General de Contabilidad. Ello permitiría la imputación del ingreso a la cuenta de pérdidas y ganancias conforme a la finalidad de la subvención (la financiación de los gastos de la reestructuración), neutralizándose el efecto en el resultado del ejercicio. Esta opción puede resultar idónea cuando se prevé acometer una reestructuración ante la imposibilidad de registrar dicha contingencia como pasivo (por ejemplo, la resultante de un expediente de regulación de empleo no tramitado durante el concurso). Sin embargo, la práctica revela que la reestructuración se realiza antes de la adjudicación de la unidad productiva, por lo que la alternativa de la subvención no es fácil de justificar.

Sin embargo, en el caso del convenio de asunción (donde un tercero adquiere la empresa como unidad económica en funcionamiento en contraprestación por la asunción del pasivo reestructurado) las quitas y esperas deberían tributar en sede del deudor (no del asunto). Por tanto, no resultaría necesario acudir al beneficio que se establece en materia de convenio de continuidad. Conforme a la disposición final segunda de la Ley 17/2014, de 30 de septiembre, por la que se adoptan medidas urgentes en materia de refinanciación y reestructuración de deuda empresarial (BOE de 1 de octubre), el ingreso correspondiente al registro contable de quitas y esperas se imputa en la base imponible del deudor a medida que proceda registrar con posterioridad gastos financieros derivados de la misma deuda y hasta el límite del citado ingreso. Si el importe del ingreso es superior al importe total de gastos financieros pendientes de registrar derivados de la misma deuda, la imputación de se realiza proporcionalmente a los gastos financieros registrados en cada período impositivo respecto de los gastos financieros totales pendientes de registrar derivados de la misma deuda.

En cuanto a la fiscalidad indirecta, la transmisión de la unidad productiva o de la empresa se encuentra, por lo general, no sujeta al Impuesto sobre el Valor Añadido (art. 7 LIVA), lo que conlleva la tributación por Transmisiones Patrimoniales Onerosas en el caso de los bienes inmuebles (art. 7.5 TRLITPAJD). Si es posible sujetar la operación al Impuesto sobre el Valor Añadido, se devengará la cuota variable del Impuesto sobre Actos Jurídicos Documentados con relación al valor del resto de bienes susceptibles de inscripción (art. 31 TRLITPAJD). Este tributo puede evitarse por lo innecesario de la elevación a público de la adjudicación de la unidad productiva. El auto de adjudicación constituye título y modo suficiente a los efectos de la *tradición* de un conjunto de elementos complejos como es una unidad productiva (art. 1462.I CC). Del mismo modo, el testimonio del auto de adjudicación y el

mandamiento de cancelación de cargas también constituyen título inscribible en el Registro de la Propiedad (art. 674 LEC, 134 LH y disp. final 5ª LEC)¹²²³.

15. La viabilidad de las operaciones de «Loan-to-Own»

Si no se alcanza un acuerdo con el deudor (y con sus socios)¹²²⁴, el derecho de la insolvencia en vigor no actúa como catalizador del cambio de control de sociedades o empresas económicamente viables pero con dificultades financieras. Al margen de la «amenaza» de responsabilidad de los socios (art. 165.2 LC), los derechos políticos y económicos en la sociedad reestructurada no se asignan atendiendo a la valoración de la empresa como unidad económica en funcionamiento. El producto de la realización forzosa de la empresa en la sección quinta y, por tanto, la facultad de pago por compensación o confusión sí que observan las normas de prelación crediticia, pero, entre otros riesgos e incertidumbres asociados a esta solución a la insolvencia, el deudor puede demorar la solicitud de liquidación. El panorama cambiará sobremanera si prospera la Propuesta de Directiva de 22.XI.2016¹²²⁵.

¹²²³ Véase, sin embargo, la resolución de la Dirección General de los Registros y del Notariado de 6.X.2015 (RJ 2015, 4588), que exige la necesidad de que las partes soliciten del juzgado que dicte auto de adjudicación (y no meramente de autorización). Al respecto, Ara, C., Calabuig, M. y Aragall, A. «El testimonio del auto de adjudicación dictado en la fase de liquidación concursal es título y modo suficiente para causar la inscripción del cambio de titularidad dominical en el Registro de la Propiedad», *Práctica contenciosa para abogados. Los casos más relevantes sobre litigación y arbitraje en 2015 de los grandes despachos*, La Ley, junio de 2016, páginas 295 a 309.

¹²²⁴ Los recientes casos de los grupos cuyas sociedades dominantes son Abengoa S.A. y Grupo Isolux Corsán S.A. han dado lugar a la suscripción del nuevo capital social por los acreedores mediante compensación de sus créditos, manteniendo los socios una participación testimonial.

¹²²⁵ *Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on preventive restructuring frameworks, second chance and measures to increase the efficiency of restructuring, insolvency and discharge procedures and amending Directive 2012/30/EU*.

XI. Conclusiones

En situaciones de insolvencia, el análisis del gobierno corporativo de las sociedades de capital comprende un triple contenido: (i) la atribución de «derechos políticos» a quien resulta beneficiado marginalmente por la gestión óptima de la empresa; (ii) enfocar la labor de los administradores en la maximización sostenida del valor empresarial a medio y largo plazo; y (iii) promover la continuidad de la actividad empresarial de sociedades o empresas económicamente viables en beneficio último de los acreedores y de los socios.

Además del problema de acción colectiva («conflicto de interés horizontal» entre acreedores), se analiza el eventual conflicto de interés entre socios y acreedores, cuando el valor empresarial es inferior al pasivo exigible («conflicto de interés vertical»), así como el correspondiente problema de agencia, si los incentivos de socios y administradores están alineados, como es lo deseable en el marco de la estructura de gobierno corporativo del derecho societario.

Desde la perspectiva del «gobierno corporativo de la empresa en crisis», los procedimientos judiciales de insolvencia pueden desempeñar un doble rol adicional a la solución del problema de acción colectiva: (a) ofrecer la solución judicial por defecto para atajar el «conflicto de interés vertical» entre socios y acreedores ante el fracaso de las soluciones contractuales; y (b) actuar como catalizadores del cambio de control de la sociedad o de la empresa, atendiendo a la valoración de la empresa y a las normas de prelación crediticia.

Las conclusiones del trabajo, plasmadas en la propuesta de reforma legislativa a continuación, son las siguientes:

Primera. La teoría contractualista del interés social puede quebrar cuando la situación de insolvencia inminente o actual reduce el valor razonable de la empresa a una cifra inferior al pasivo exigible. Sabido es que, como consecuencia de la personificación de la sociedad de capital y de la limitación de la responsabilidad de los socios, el riesgo de insolvencia se traslada a los acreedores. Pues bien, en una situación de insuficiencia patrimonial, los incentivos para invertir en proyectos arriesgados se transforman, ya que el socio de control o el socio-administrador puede adoptar decisiones empresariales arriesgadas, incluso con valor actual neto negativo, pese a que su coeficiente de aversión al riesgo se mantenga constante. Así, los incentivos de los socios pueden ser contrarios al interés social cuando el valor

empresarial es inferior a la deuda. Esta tesitura puede darse en situaciones de insolvencia empresarial que transcurran al margen o en el seno del concurso de acreedores, lo que justifica el análisis del problema de gobierno corporativo de la empresa en crisis en ambos escenarios.

Segunda. La disociación entre titularidad de derechos políticos (socios) e incentivos alineados con la maximización del valor de la empresa (acreedores) desencadena un conflicto de interés. Los acreedores sustituyen a los socios en su condición de titulares del derecho de propiedad residual sobre los activos de la sociedad («*residual claimants*»). Esta categoría identifica a las personas que mantienen un interés económico realizable frente a la sociedad, atendiendo a la valoración de la empresa y a su comparación con la deuda. Se trata de una categoría económica, sin reflejo jurídico, que identifica a los inversores (socios o acreedores) que se benefician marginalmente por la gestión óptima de la empresa. Excepto cuando la deuda excede del valor de la empresa, esta condición recae sobre los socios. Ello justifica, desde un prisma económico, la asignación de derechos políticos que establece el derecho de sociedades, pues los incentivos de los socios están alineados con el interés social.

Tercera. Desde esta perspectiva, el interés social, salvo previsión contraria en los estatutos, se caracteriza como la maximización sostenida del valor empresarial a medio y largo plazo. Se trata de una noción estática, independiente de quiénes resulten beneficiados marginalmente por la gestión óptima de la empresa en su condición de titulares residuales (socios o acreedores). Los acuerdos en perjuicio de la minoría (de socios), inocuos para el patrimonio empresarial, no serían contrarios al interés social, sino abusivos, sin perjuicio de que también supongan un incumplimiento del contrato de sociedad desde la perspectiva del conflicto de interés entre socios (cfr. arts. 204.1.II LC, 1258 y 1666.I CC).

Cuarta. Ante una situación de insuficiencia patrimonial como la descrita, los acuerdos sociales (incluso los adoptados por unanimidad), aun lícitos y acordes con los estatutos, pueden ser contrarios al interés social. No en vano, el derecho societario atribuye legitimación a los terceros con interés legítimo, como los acreedores, para impugnar los acuerdos sociales de la junta por ser contrarios al interés social (art. 206.1 LSC) –pero no así los del consejo *ex art. 251.1 LSC*–. Es la misma razón por la que la autorización o ratificación (acaso unánime) por la junta de los actos (u omisiones) de los administradores no les exonera de su eventual responsabilidad frente a la sociedad (art. 236.2 LSC).

Quinta. Si el órgano de administración se identifica con el interés de los socios, y estos se hallan «*out of the money*» por carecer de un interés realizable frente a la sociedad, el conflicto de interés «vertical» (entre socios y acreedores) puede derivar en un problema de agencia. Los incentivos de los administradores no estarán alineados con el interés social, pues en estos casos de reducción de la valoración empresarial a una cifra inferior a la deuda, quienes se benefician marginalmente por la gestión óptima de la empresa son los acreedores. Los socios pueden preferir invertir en proyectos con valor actual neto negativo. Estos proyectos, al ser más arriesgados, también ofrecen un retorno mayor si se verifican los escenarios de la «cola positiva» de la función de distribución de probabilidad (los menos probables).

Sexta. Sin embargo, no se produce *stricto sensu* un cambio en el destinatario de los deberes fiduciarios de los administradores. Los deberes de diligencia y lealtad no «rotan» a favor de los acreedores (de la misma forma que tampoco son exigibles directamente por los socios en situaciones de normalidad empresarial o bonanza económica). La destinataria de estos deberes es siempre la sociedad o la empresa en ciertos hitos del procedimiento concursal (particularmente en la sección quinta, durante la fase de liquidación). Por tanto, los administradores deben concentrarse en la optimización del interés social (la maximización sostenida del valor empresarial a medio y largo plazo). Cuestión distinta es que, atendiendo al valor de la empresa y a la estructura de financiación de la sociedad, los socios o los acreedores sean quienes resulten beneficiados marginalmente por la optimización en la administración y la gestión. La variabilidad del destinatario de estos deberes sólo puede producir confusión y alentar el ejercicio de acciones de responsabilidad contra los administradores. Al mismo tiempo, la determinación del momento exigible para analizar qué interés deben tutelar los administradores generaría inseguridad jurídica susceptible de cercenar el cumplimiento del deber de diligencia.

Séptima. Aunque los socios carezcan de un interés económico realizable frente a la sociedad, los administradores no incumplen su deber de lealtad cuando ejecutan los acuerdos u obedecen las instrucciones de la junta general. Siempre que no haya injerencia de intereses personales o de las personas vinculadas, el surgimiento de un problema de agencia no equivale a la infracción del deber de lealtad frente a la sociedad. Salvo que los socios sean personas vinculadas con los administradores, los administradores que, promoviendo el interés de los socios en situaciones como la descrita, adoptan decisiones contrarias al interés social, no vulneran su deber de lealtad. Podría llegar a darse una infracción del deber de diligencia (cuando no resulte de aplicación la regla de la protección de la discrecionalidad empresarial *ex art. 226.1*

LSC) o, a lo sumo, del de neutralidad (ante situaciones de cambio de control, por identidad de razón). No es ésta la justificación del criticable régimen de responsabilidad *ex post* de los artículos 165.2, 172.2.1º.II y 172 *bis* de la Ley Concursal.

Octava. Además de las normas generales de protección del derecho de crédito, el derecho societario español contiene escasas referencias al cambio en el gobierno corporativo de la empresa en crisis. Más allá de la legitimación para impugnar los acuerdos de la junta general que resulten nocivos para el interés social (art. 206.1 LSC), y de determinadas facultades del comisario de un sindicato de obligaciones convertibles (arts. 421.4 y 428 LSC), la principal manifestación de la involucración de los acreedores en materia de gobierno corporativo es la legitimación extraordinaria y subsidiaria para reclamar el resarcimiento de los daños causados a la sociedad. Cuando el patrimonio social es insuficiente para satisfacer las deudas, los acreedores pueden ejercitar la acción social y, en las sociedades de responsabilidad limitada, la acción de responsabilidad por las aportaciones no dinerarias (arts. 240 y 74.2 LSC). A diferencia de las acciones individual (art. 241 LSC) y de responsabilidad por deudas (art. 367 LSC), la interposición de la acción social por parte de los acreedores supone una externalidad positiva, lo que justifica que los requisitos para su ejercicio sean menos estrictos que los de la acción subrogatoria (art. 1111 CC). Esta externalidad positiva no radica en la caracterización de la acción social como un mecanismo de reintegración de la masa ni en la atribución de derechos políticos a los acreedores para su ejercicio (pues esa función ya la desempeña la acción subrogatoria). La clave está en el efecto disuasorio (en beneficio de todos los «*stakeholders*») que debería tener sobre los administradores la posibilidad de que los acreedores les demanden, si su actuación no se adecúa al interés social (por estar alineados con el interés de los socios a pesar de la situación de insuficiencia patrimonial, por ejemplo). Y de ahí la conveniencia de anticipar el presupuesto objetivo para reconocer legitimación subsidiaria y extraordinaria a los acreedores. Sin embargo, además del pobre incentivo que supone para la tutela de su crédito, el ejercicio de la acción social en estos casos no conlleva la destitución de los administradores (art. 238.3 LSC). La Ley ni siquiera contempla expresamente el derecho del acreedor al reembolso de gastos en caso de estimación de la demanda (art. 239.2 LSC). En todo caso, este remedio sólo opera respecto a decisiones nocivas (cuando se conoce *ex ante* el valor actual neto negativo de la inversión y por tanto se incurre en *culpa lata*), pero no sub-óptimas (art. 226.1 LSC).

Novena. El deber de promover la disolución ante situaciones de pérdidas cualificadas (art. 363.1.e LSC) no es una medida alineada con los objetivos a los que atiende el gobierno corporativo de la empresa en crisis. La promoción de la continuidad de la actividad de las empresas con dificultades financieras, pero económicamente viables, es una medida de buen gobierno corporativo (cfr. art. 44.1 LC). Por el contrario, el deber de promover la disolución (salvo que se incremente el patrimonio neto) puede expulsar del mercado a sociedades con pérdidas (cuantiosas) transitorias que, sin embargo, no padecen de un problema de insolvencia ni mucho menos de inviabilidad económica.

Décima. La sobreprotección de la que gozan los acreedores con el régimen de responsabilidad *ex lege* por deudas (art. 367 LSC) puede carecer de justificación en el marco actual. La irrelevancia de la relación de causalidad o la inaplicación de la concurrencia de culpas tiene una justificación empecinada. Esta laxitud puede convalidar la actuación negligente de los acreedores cuando deciden contratar con la sociedad (máxime cuando se han depositado las cuentas anuales en el Registro Mercantil). Las actuaciones ante situaciones de desequilibrio patrimonial causadas por pérdidas son «deberes legales cualificados», por lo que su inobservancia habilita al ejercicio de la acción individual (art. 241 LSC). Conforme a la más reciente doctrina jurisprudencial de la sala primera del Tribunal Supremo, cuando el acreedor acredita el incumplimiento de un deber legal cualificado y realiza un mínimo esfuerzo probatorio, corresponde al administrador demostrar que la recuperación del acreedor no hubiera sido mayor de haberse procedido a realizar una liquidación ordenada de la sociedad deudora (art. 217.7 LEC).

Decimoprimera. En general, el gobierno corporativo de la empresa en crisis pretende alinear la labor de los administradores con la maximización del interés social. Por ello, conviene aislarles del conflicto de interés entre socios y acreedores, para lo que se propone minimizar el ámbito de la «responsabilidad externa» de los administradores. La proliferación de acciones individuales puede resultar contraproducente para el interés social (sin perjuicio de que, en muchos casos, atañen a daños causados de forma indirecta, que, en rigor, corresponden al ámbito de la acción social). Quien incumple los contratos e impaga, incluso cuando hay dolo, es la sociedad. Por otro lado, los acreedores disponen de legitimación para solicitar la declaración de concurso necesario. Éste es el mecanismo idóneo para cercenar la realización de pagos preferenciales a favor de personas especialmente relacionadas o de los acreedores que cuenten con la garantía de tales personas.

Decimosegunda. Ahora bien, cuando se reúnan los presupuestos para su ejercicio, la regla de la protección de la discrecionalidad empresarial (art. 226.1 LSC) no debería ser aplicable a la acción individual. El objetivo de la «*business judgment rule*» es reducir la aversión al riesgo de los administradores. Con ello se pretende maximizar el valor empresarial a medio y largo plazo, en beneficio último de los titulares residuales sobre los activos de la sociedad (los socios o los acreedores). Sin embargo, los administradores (como la sociedad) deben internalizar el daño causado directamente a terceros. De lo contrario, se promovería la generación de valor empresarial a costa de esas otras personas. Por lo demás, la «*business judgment rule*» opera en derecho español como un hecho impeditivo de la pretensión (resarcitoria) de la parte actora (la sociedad), que debe alegarse (por parte de los administradores) en vía de excepción.

Decimotercera. Desde una perspectiva económico-financiera, la solución al conflicto de interés entre socios y acreedores, así como al problema de agencia descrito, pasaría por otorgar derechos políticos a quien reúna la condición de titular residual en cada momento (los socios o los acreedores). Sin embargo, esta solución es impracticable. La seguridad jurídica y evidentes dificultades prácticas impiden que la determinación de las estructuras de gobierno corporativo del derecho societario y del derecho concursal dependa de un elemento de hecho cambiante y sujeto a discusión pericial como es la valoración de la empresa.

Decimocuarta. Con las destacadas excepciones en materia de legitimación para reclamar daños en situaciones de insuficiencia patrimonial, la apatía del derecho de sociedades respecto al problema de gobierno corporativo de la empresa en crisis es sólo aparente. Naturalmente, el derecho societario establece una estructura de gobierno corporativo encaminada a reducir, en beneficio último de los socios, costes de transacción (conflicto entre socios) y costes de agencia (conflicto de interés entre socios y administradores). La situación de insolvencia es la excepción a la estructura general de gobierno corporativo del derecho societario, en la que el interés de los socios, como beneficiarios marginales de la gestión óptima de la empresa, está alineado con el interés social.

Decimoquinta. Esta falta de reconocimiento de derechos políticos a favor de los acreedores conlleva que la solución al conflicto de interés y al eventual problema de agencia descritos provenga de la autonomía de la voluntad (mecanismos de «*creditor governance*»: la solución contractual) y, en última instancia, de los procedimientos judiciales de insolvencia.

Decimosexta. Fundamentalmente, los acreedores deben tutelar diligentemente su interés *ex ante* mediante la negociación de estipulaciones contractuales. Una «amenaza creíble» puede permitirles influir en el órgano de administración, cuando se den la situación de conflicto de interés y el problema de agencia descritos. De hecho, los contratos de financiación celebrados con acreedores profesionales establecen obligaciones de hacer y no hacer, junto con las correspondientes causas de vencimiento anticipado o de resolución, según proceda. Estas obligaciones no se limitan a la obligación principal a cargo del deudor (devolver los fondos prestados o acreditados, junto con el pago de intereses). Se trata de auténticos mecanismos de «*creditor governance*». Su razón de ser es habilitar la intervención de los acreedores en la estructura de gobierno corporativo que establece el derecho societario en beneficio último de los socios, cuando cambia la realidad económico-financiera del deudor. Es, además, el único mecanismo para poder atajar la adopción de decisiones sub-óptimas (no perjudiciales para el interés social) por parte de la junta general (cfr. art. 206.1 LSC) o del órgano de administración (cfr. art. 226.1 LSC). La «solución contractual» puede suponer una auténtica pugna por el gobierno corporativo y la toma de control de la empresa en crisis. Ahora bien, no es una situación encuadrable en la institución de la administración de hecho u oculta (art. 236.3 LSC). Destaca la falta de concurrencia de las notas de habitualidad y, sobre todo, de aquiescencia. La aplicación de los mecanismos contractuales de «*creditor monitoring*» o «*creditor governance*» tiene lugar, precisamente, en el marco de una disputa por el gobierno corporativo de la empresa en crisis.

Decimoséptima. Además de ofrecer una solución legal por defecto para paliar el problema de acción colectiva (el conflicto de interés «horizontal» entre acreedores), los procedimientos judiciales de insolvencia pueden caracterizarse como un mecanismo facilitador de la intervención de los acreedores en materia de gobierno corporativo. Ante el alineamiento del órgano de administración con los socios, y el fracaso de los mecanismos de «*creditor governance*» propios de la «solución contractual», la legitimación para solicitar la declaración de concurso necesario es la última alternativa a disposición de los acreedores.

Decimooctava. Sin embargo, la Ley Concursal no asocia a la declaración de concurso un auténtico cambio en el gobierno corporativo de la empresa en crisis. Así ocurre, en concreto, en lo que respecta a la asignación de derechos políticos (o facultades procesales) determinantes de la solución al concurso. Al margen del régimen de intervención o suspensión (donde los acreedores no tienen «voz»), el concursado

puede pedir la liquidación en cualquier momento. Con total abstracción de la realizabilidad del interés económico de los socios, el deudor puede impedir la aprobación de la solución convencional promovida por la mayoría soberana (no conflictuada) de los acreedores, e incluso truncar su ejecución mediante la disolución acordada por la junta general. Y ello a pesar de que no haya habido incumplimiento del convenio ni concurra el presupuesto objetivo de la insolvencia (arts. 128.3 y 142.1 LC). Sin embargo, los acreedores carecen de legitimación para solicitar la apertura de la fase de liquidación (salvo en el supuesto de incumplimiento del convenio *ex art. 142.2.II LC*). El procedimiento puede alargarse, aunque sea evidente que el deudor no cuenta con el apoyo de los acreedores para aprobar su propuesta de convenio de continuidad. En fin, los acreedores tampoco pueden realizar la comunicación del artículo 5 *bis* de la Ley Concursal ni presentar una propuesta anticipada de convenio (art. 104 LC). Pese a que la limitación de los derechos individuales de los acreedores obedece a la promoción del interés común (la solución al problema de acción colectiva), los acreedores carecen de poder de decisión sobre la solución a la insolvencia y otros hitos relevantes del concurso. Es lo que se conoce como la «soberanía del deudor»; y de ahí el «despotismo ilustrado» de la Ley Concursal: «todo para los acreedores, pero sin los acreedores».

Decimonovena. Cuando se dé el conflicto de interés descrito entre socios y acreedores, esta tesitura puede dificultar las negociaciones para alcanzar un acuerdo de refinanciación como alternativa al concurso. En lugar de solucionarlo, la estructura de gobierno corporativo de la Ley Concursal puede exacerbar tanto este conflicto de interés como el potencial problema de agencia. Las posiciones negociadoras de cara a un acuerdo de refinanciación se fijan a partir de las facultades relativas de las partes en un escenario concursal. El caso de La Seda de Barcelona S.A. es un ejemplo paradigmático de situaciones donde el socio de control, con tal de evitar el cambio de control de la empresa promovido por la mayoría de los acreedores, puede imponer la declaración de concurso y la liquidación, aun a riesgo de ver enajenado el patrimonio del deudor.

Vigésima. Como ocurre en el ámbito societario por mor de la seguridad jurídica, la declaración de concurso debería llevar aparejado un cambio radical en la estructura de gobierno corporativo con independencia de la valoración de la empresa y, por tanto, de quien reúna la condición de titular residual. Con ello se incentivaría la consecución *ex ante* de acuerdos de refinanciación como alternativa al concurso, que sería el último mecanismo (el judicial por defecto) para paliar el problema de gobierno corporativo ante el fracaso de la «solución contractual». Los socios

anticiparían el escenario de concurso y cederían en lo oportuno, porque la declaración del concurso comportaría, potencialmente, una solución peor en materia de gobierno corporativo e, incluso, atendiendo a la valoración de la empresa, de cambio de control.

Vigesimoprimera. Como ejemplos del cambio en la estructura de gobierno corporativo que debería anudarse a la declaración de concurso, la junta general o el órgano de administración, según proceda, perdería la competencia sobre (i) la facultad de disposición de activos esenciales; (ii) la facultad de impartir instrucciones en materia de gestión al órgano de administración; (iii) la facultad de solicitar la apertura de la fase de liquidación cualquiera que sea el estado del procedimiento, aun en contra de la voluntad mayoritaria –y no conflictuada– de los acreedores; (iv) la posibilidad de acordar la disolución societaria de la sociedad durante la fase de cumplimiento del convenio; y (v) en general, toda facultad que, con base en el derecho de sociedades, pueda inferir en la solución dada a la situación de crisis empresarial por el derecho de la insolvencia, tal y como permiten los artículos 12 y 32 de la Propuesta de Directiva de 22.XI.2016. Asimismo, los acreedores que representen un determinado porcentaje de los créditos concursales deberían estar legitimados para solicitar la suspensión de la actividad empresarial y la apertura de la fase de liquidación durante la sección quinta.

Vigesimosegunda. Por su parte, la determinación del valor razonable de la empresa como unidad económica en funcionamiento y su comparación con el pasivo exigible es relevante para la observancia de las normas de prelación crediticia. A falta de acuerdo, estas normas también deberían ser aplicables a las soluciones convencionales a la insolvencia, haya o no declaración de concurso, a la hora de asignar derechos políticos y económicos en la sociedad reestructurada. Si el valor de la empresa es inferior a la deuda, salvo pacto en contrario, la condición de socio debería recaer sobre los acreedores subordinados de entre todos los que están «*in the money*», por ostentar un interés económico realizable frente a la sociedad (siendo los socios actuales la «clase» de ulterior rango, salvo que realicen aportaciones dinerarias). Los acreedores subordinados no deberían recibir el mismo trato (aunque postergado) que los ordinarios, si no ostentan un interés económico realizable por estar «*out of the money*» (máxime si los ordinarios no han cobrado su crédito íntegramente). Por su parte, salvo pacto en contrario, el deudor tampoco debería poder imponer un sacrificio a los acreedores en términos de quitas y esperas, si los socios mantienen el control sobre el capital. Quien reúne la condición de socio en la sociedad reestructurada mantiene la expectativa (y el derecho) al cobro de los

dividendos que acuerde repartir la sociedad una vez aprobado el acuerdo de refinanciación o el convenio. El cambio de control en la sociedad restructurada que alcanza un acuerdo de refinanciación o un convenio de acreedores no vulnera la prohibición de pacto comisorio, pues parte del estricto cumplimiento de las normas de prelación crediticia, atendiendo a la valoración de la empresa titularidad de la sociedad. Tampoco supone una «expropiación», dado que la justificación bastante (cfr. art. 33 CE) respecto al cambio de control reside, precisamente, en que la valoración de la empresa es inferior al pasivo exigible o, en todo caso, en la situación de insolvencia judicialmente declarada (cuando menos, en acudir a otro procedimiento judicial de insolvencia, como la homologación). Cuando los socios carezcan de un interés económico realizable frente a la sociedad, el órgano jurisdiccional debería poder suplir la voluntad del deudor para no impedir la implementación de una propuesta aprobada por la mayoría oportuna de acreedores. Así, la cuestión de la valoración de la empresa como unidad económica en funcionamiento se revela como el elemento crucial del papel de los procedimientos judiciales de insolvencia como catalizadores del proceso de toma de control de sociedades o empresas económicamente viables. Es lo mismo que ocurre con la determinación del «valor de las garantías reales», que se realiza atendiendo al valor razonable de los bienes o derechos especialmente afectos al pago del crédito (art. 94.5 y disp. ad. 4^a.2 LC). En caso de prosperar, la posibilidad de extender los efectos a clases disidentes que establece la Propuesta de Directiva de 22.XI.2016 (arts. 11, 12.2 y 13.2) implicará una nueva reforma del derecho de la insolvencia, para extender la aplicación de las normas de prelación crediticia propias de la liquidación concursal a los acuerdos de refinanciación homologados o al convenio de acreedores (lo que se conoce como la «*absolute priority rule*» en el derecho comparado y en el propio texto del legislador comunitario). Aunque el ámbito de aplicación de la Propuesta de Directiva de 22.XI.2016 se identifica en mayor medida con el procedimiento de homologación, la reforma debería extenderse al concurso. Empobrecer relativamente los efectos del concurso frente a la homologación es contraproducente para abordar el problema de gobierno corporativo de la empresa en crisis.

Vigesimotercera. Ahora bien, aunque los socios estén «*out of the money*», el deudor puede lograr apoyos para aprobar una propuesta de acuerdo de refinanciación o de convenio de continuidad sin cambio de control. La toma de control de la sociedad o de la empresa en crisis no es más que una «OPA» a través de la deuda, donde la insolvencia de empresas económicamente viables opera como una señal de gestión sub-óptima de cara al mercado. La solución del convenio de continuidad puede ser abonada por la confianza de los acreedores en el órgano de administración, el equipo

directivo y el plan de negocio propuesto; por la incertidumbre que pueda deparar la liquidación (*e.g.* disponibilidad y coste de la financiación post-concursal necesaria para que no pierda valor la empresa hasta que se realice); por la presencia de socios estratégicos; el desconocimiento del sector por parte de los acreedores; o, simplemente, por el buen hacer del deudor en las negociaciones. Sin embargo, mantener la condición de los socios que carecen de un interés económico realizable frente a la sociedad reestructurada exige el acuerdo unánime de todas las clases afectadas. La observancia de la «*absolute priority rule*» es *condicio sine qua non* para la posibilidad de extender la propuesta a clases enteras disidentes.

Vigésimocuarta. La atomización, dispersión y apatía de los acreedores (debido al propio problema de acción colectiva), así como la falta de experiencia, habilidades o especialización de los mismos se compadece mal con su intervención en el gobierno corporativo y la toma de control de la empresa en crisis. Sin embargo, existen acreedores profesionales (fondos de inversión cuyo objeto social es la concesión de crédito en situaciones especiales) que están especializados en la toma de control, gestión y reestructuración de empresas insolventes, pero económicamente viables, a través de la cesión de créditos de dudoso cobro. Nuevamente, desde una perspectiva de gobierno corporativo, el mercado de financiación para la toma de control de sociedades insolventes, pero económicamente viables («*Loan-to-Own*»), desempeña el mismo papel (teórico) que las OPAS hostiles en el mercado de valores. En ausencia de conflicto de interés, los incentivos de estos acreedores profesionales que reúnan la condición de «*residual claimants*» estarán alineados con el objetivo de maximizar el valor de la empresa a medio y largo plazo. La mayor rentabilidad que les permite obtener la cesión de créditos con descuento es también una mayor flexibilidad a la hora de negociar quitas y esperas con el deudor. En todo caso, la toma de control de la sociedad o de la empresa se realiza en estricto cumplimiento de las normas de prelación crediticia aplicables al acuerdo de refinanciación homologado, al convenio de acreedores o a la liquidación concursal.

Vigésimoquinta. La disidencia que resulta «arrastrada» en el seno de una «clase» (de acreedores o socios), que vota a favor de la aprobación de un acuerdo de refinanciación o de un convenio de acreedores («*cram-in*»), debería contar con la garantía de que la solución convencional no es peor que la liquidativa. Este test de liquidación («*best-interests test*») debería contemplar tanto el escenario de realización individual de los bienes y derechos, como la transmisión de la empresa como una unidad económica en funcionamiento. Este remedio individual también es el adecuado cuando la clase disidente no acude al remedio colectivo de la «*absolute*

priority rule», en caso de extensión de la propuesta a las clases disidentes. La consecuencia de la estimación de esta causa de oposición debería ser la ineficacia de la propuesta (pues resulta sub-óptima o incluso expropiatoria) o la desvinculación de la disidencia (en sede de homologación). La posibilidad de realizar el pago al contado de la cuota de liquidación, tal y como permite el artículo 15.4 de la Propuesta de Directiva de 22.XI.2016 en atención a la voluntad mayoritaria de los acreedores, es contraria a la *par condicio creditorum*. Además, genera incentivos contrarios a la aprobación del convenio. La existencia de conflictos de interés transaccionales (no meramente posicionales), por haber injerencia de intereses personales o de personas vinculadas, también debería constituir «carácter desproporcionado del sacrificio exigido» (disp. ad. 4^a.7.I LC) y una nueva causa de oposición a la aprobación judicial del convenio de acreedores (art. 128 LC). Una vez acreditada la situación de conflicto, debería operar una inversión de la carga de la prueba, tal y como ocurre en materia de impugnación de acuerdos sociales (art. 190.3 LSC). A la inversa, salvo cuando no se reúnan las mayorías precisas, el derecho de oposición de la minoría debería someterse a la acreditación de que el disidente mejoraría su posición, bajo la hipótesis de apertura inmediata de la fase de liquidación.

Vigésimosexta. Si prospera la Propuesta de Directiva de 22.XI.2016 (arts. 2.10, 11, 12.2 y 13.2), el derecho español deberá ser objeto de nuevas reformas. El sistema de aprobación de las soluciones convencionales cambia, pues ya no hay una mayoría global que deba alcanzarse, sino que cada clase debe aprobar el plan conforme a la mayoría interna oportuna. Por otro lado, será posible la extensión de efectos a clases enteras disidentes («*cross-class cramdown*» o, simplemente, «*cramdown*»). Y ello tampoco se vinculará a la obtención de una mayoría global, sino a la adhesión de una clase que sufra quitas o esperas, y a la observancia de las normas de prelación crediticia atendiendo a la valoración de la empresa (la «*absolute priority rule*»). Salvo acuerdo unánime de todas las clases afectadas, el capital social de la sociedad reestructurada corresponderá a los acreedores subordinados de entre todos aquellos que estuvieran «*in the money*», por tener un interés realizable frente a la sociedad, a raíz de la comparación entre el valor de la empresa como unidad económica en funcionamiento y la deuda. Las «clases» preferentes mantendrán sus derechos económicos como acreedores frente a la sociedad hasta el límite de la deuda sostenible. Desde la perspectiva de los cesionarios de créditos, el «*fulcrum security*» corresponde al nivel de pasivo exigible donde «rompe el valor», de forma que esa «clase», cuyos acreedores no van a poder mantener íntegramente sus derechos económicos como tales frente a la sociedad reestructurada, va a participar en el capital social, tomando, en su caso, el control del deudor.

Vigésimoséptima. Las «clases afectadas» deberían ser todas aquellas incluidas dentro del perímetro de la reestructuración (recuperen o no íntegramente el valor actual de su derecho de crédito), o que de otro modo se vean afectadas por la propuesta (e.g. los socios, si no se prevé que mantengan la totalidad del capital); incluso las clases cuyos miembros no obtengan ningún tipo de recuperación bajo el plan. Cuando proceda solicitar el «*cramdown*», porque una clase que obtenga algún tipo de recuperación (no íntegra) vote a favor del plan (sin contar con el voto de personas especialmente relacionadas), todas las clases disidentes, incluso aquéllas cuyos miembros no obtengan nada, podrán oponerse a la aprobación del plan con base en la «*absolute priority rule*». Si la clase no acude al remedio colectivo de la «*absolute priority rule*», los miembros deberían poder acudir individualmente al «*best interests of creditors test*» (al igual que los disidentes de las clases que se adhieran a la propuesta).

Vigésimoctava. Sin perjuicio de su caracterización adicional como el último reducto para abordar el problema de agencia entre socios y acreedores (y de operar como catalizador del cambio de control de sociedades o empresas insolventes pero económicamente viables), la función primordial del concurso (*rectius*, del derecho de la insolvencia) es la maximización de la función solutoria: solucionar el problema de acción colectiva y pagar a los acreedores, e incluso a los socios, en la medida de lo posible. Por lo tanto, la continuidad de la actividad empresarial sigue siendo un objetivo mediato y vicario del cumplimiento de la función solutoria, por lo que deberá suspenderse la actividad cuando la empresa sea económicamente inviable («*economic distress*»). Además, el conflicto de interés entre socios y acreedores transita de forma paralela al problema de acción colectiva, pues la eventual toma de control es respetuosa con las normas de prelación crediticia. A falta del correspondiente análisis empírico, la correlación entre la solución a ambos conflictos de interés debería ser positiva, siempre que se introduzcan mecanismos de protección frente a conflictos de interés de los que pueda padecer la mayoría de los acreedores.

Vigésimonovena. En lugar de acudir a la raíz del problema, endureciendo el cambio de gobierno corporativo asociado a la declaración de concurso y resaltando la función catalizadora del cambio de control que pueden desempeñar los procedimientos judiciales de insolvencia, el legislador ha preferido ensayar una solución distinta. Manteniendo incólume la estructura de gobierno corporativo del concurso de acreedores, se desincentiva el legítimo ejercicio de los derechos políticos que la Ley de Sociedades de Capital reconoce a los socios, mediante el establecimiento de un

supuesto de responsabilidad *ex post* (arts. 165.2, 172.2.1º y 172 *bis* LC). Es una solución insólita e inidónea. En términos cuantitativos, la amenaza de considerar a los socios como «persona afectada por la calificación», en cuanto a su eventual responsabilidad por el déficit concursal, es testimonial, pues poco o nada se agravará la insolvencia en caso de que se solicite el concurso. En términos cualitativos, el remedio resarcitorio es ineficaz e ineficiente para tutelar el interés de quien pretende tomar el control de la sociedad o de la empresa en crisis al margen del concurso. Y desde la perspectiva del estatuto de los administradores, la justificación de esta medida no puede provenir de la infracción del deber de lealtad, sino, a lo sumo, del de neutralidad, por identidad de razón. Aunque los administradores actúen de forma contraria al interés social, e incluso de mala fe, no hay situación de conflicto de interés transaccional, salvo que haya injerencia de intereses personales o de personas vinculadas.

Trigésima. Frente a la solución promovida por el legislador con la «amenaza de responsabilidad *ex post*» (arts. 165.2, 172.2.1º y 172 *bis* LC), esta tesis se muestra respetuosa con la estructura de gobierno corporativo establecida por la Ley de Sociedades de Capital y con el principio de la autonomía de la voluntad. Se incentiva la celebración de acuerdos de refinanciación, superando el conflicto de interés entre socios y acreedores, mediante el endurecimiento de las consecuencias de acudir a la solicitud de la declaración de concurso voluntario. De este modo, las partes puedan *ex ante* adaptar su posición en las negociaciones. Con todo, la homologación de acuerdos de refinanciación ha adquirido definitivamente la caracterización de procedimiento judicial de insolvencia, mediante su inclusión en el Anexo A del Reglamento (UE) 2015/848, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 20 de mayo de 2015, sobre procedimientos de insolvencia, que entra en vigor el 26 de junio de 2017. En consecuencia, los socios podrán perder su condición de tales en la sociedad reestructurada si prospera la Propuesta de Directiva de 22.XI.2016, como consecuencia de la aplicación de las normas de prelación crediticia propias de la liquidación concursal al acuerdo de refinanciación homologado que se extienda sobre clases disidentes enteras.

Trigésimo primera. La reforma de la Ley de Sociedades de Capital en materia de gobierno corporativo tampoco ayuda a superar el problema de gobierno corporativo de la empresa en crisis. No se ha establecido ninguna excepción a las competencias de la junta general en materia de disposición de activos esenciales (art. 160 f LSC) o de intervención en asuntos de gestión empresarial (art. 161 LSC). Esta situación puede dar lugar a situaciones de bloqueo en la sección tercera (y durante la «fase

común») del concurso. Pese a la suspensión del deudor en el ejercicio de las facultades de administración y disposición sobre su patrimonio, la administración concursal no puede suplir la voluntad de la junta general para proceder a la enajenación de un activo esencial que no sea necesario para la continuidad de la actividad y así financiar a la empresa durante el concurso.

Trigésimo segunda. El concurso de acreedores es el cauce adecuado para abordar el problema de insolvencia empresarial en las situaciones siguientes: (i) cuando no sea posible solucionar el problema de acción colectiva mediante un acuerdo de refinanciación –por ejemplo, por la cuantía y la dispersión del pasivo comercial o público–; (ii) ante el riesgo de «expropiación» de los acreedores con menor poder de negociación –o incluso de los socios minoritarios, si tienen un interés económico realizable– a favor de la mayoría, cuando el acuerdo de refinanciación no respete las normas de prelación crediticia; (iii) frente a la virulencia del problema de agencia descrito, de modo que el procedimiento concursal facilite el cambio en el gobierno corporativo y la eventual toma de control de la empresa en crisis, atendiendo a la valoración de la empresa y a las normas de prelación crediticia; o (iv) para acudir a determinadas instituciones exclusivas del concurso: reintegración de actos y negocios jurídicos perjudiciales para la masa activa sin que concurra *scientia fraudis*; resolución de contratos en interés del concurso (incumplimiento eficiente); rehabilitación de contratos; nulidad de cláusulas de resolución por la sola declaración de concurso en el marco de contratos con obligaciones recíprocas y sinalagmáticas pendientes de cumplimiento por ambas partes, etc.

Trigésimo tercera. El carácter imperativo de las normas del procedimiento concursal es fundamental para que las partes puedan adaptar *ex ante* sus expectativas a la hora de fijar su posicionamiento en las negociaciones de un acuerdo de refinanciación. El concurso es el escenario por defecto al que se acudiría *ex post* en caso de falta de acuerdo. Sin embargo, el carácter imperativo de estas normas no implica que la solución concursal también deba serlo. El procedimiento concursal debe ser un mecanismo a disposición de las partes, cuando fracasan el resto de alternativas para solucionar la situación de crisis empresarial. Con ello no se perjudica a los acreedores con menor poder de negociación, pues mantendrían la legitimación para solicitar la declaración de concurso necesario. Al contrario, la supresión del deber de solicitar la declaración de concurso voluntario, que sería consistente con la promoción de los acuerdos de refinanciación como alternativa al propio concurso, permitiría evitar todas aquellas situaciones, donde un acreedor (acaso «*out of the money*») dificulta las negociaciones de un acuerdo de refinanciación con la «amenaza» de la solicitud

de concurso, a costa de la responsabilidad de los administradores sociales. El riesgo de «cierre *de facto*» de empresas al margen del concurso debería abordarse desde el prisma de la acción individual de responsabilidad, exigiendo un esfuerzo probatorio mínimo al acreedor (art. 217.7 LEC). Las medidas ante situaciones de desequilibrio patrimonial por pérdidas (art. 363.1.e) son «deberes legales cualificados».

Trigésimo cuarta. El foco del derecho de la insolvencia no debe ser la sociedad insolvente ni mucho menos sus socios o administradores, sino la empresa: la continuidad de la actividad empresarial económicamente viable en beneficio último de los acreedores o de los socios; o, ante su fallido económico, los bienes y derechos que la integran para su realización individualizada. Los titulares residuales deben ser soberanos para decidir entre una solución convencional a la insolvencia (acuerdo de refinanciación, convenio de asunción o convenio de continuidad con cambio de control), o liquidatoria (enajenación de la empresa como unidad económica en funcionamiento a favor de un tercero). La sociedad insolvente no debería ser un bien jurídico protegido por el derecho de la insolvencia, si los acreedores, como titulares residuales, optan por un convenio de asunción o por la realización de la empresa, mediante su enajenación a favor de un tercero.

Trigésimo quinta. El «interés del concurso» debe identificarse con el interés social de la sociedad insolvente: la maximización sostenida del valor empresarial a medio y largo plazo (indistintamente a través de las soluciones convencionales o liquidatoria a la insolvencia). Ahora bien, si la empresa es económicamente viable, la actividad empresarial debe suspenderse inmediatamente, para proceder a la realización individual de los bienes y derechos del deudor. Así lo exige la función primordial del concurso (la solutoria).

Trigésimo sexta. Si la empresa titularidad del deudor es económicamente viable, los administradores sociales o la administración concursal deben asumir riesgos, mediante la inversión en proyectos con valor actual neto positivo. En nada obsta la situación concursal, siendo plenamente aplicable la regla de la protección de la discrecionalidad empresarial (art. 226.1 LSC). Si la empresa es fallida económicamente, deben proceder inmediatamente a la paralización de la actividad, respondiendo de los daños y perjuicios causados a la masa en caso contrario.

Trigésimo séptima. La administración concursal es un órgano necesario en el modelo de relaciones inter-orgánicas del derecho de la insolvencia en vigor. Desde la perspectiva del problema de acción colectiva (conflicto de interés entre acreedores),

la administración concursal resuelve los conflictos de interés en materia de gestión. Esta labor debería llevarse a cabo mediante la adopción de decisiones que maximizasen el valor empresarial a medio y largo plazo. Si los administradores de la sociedad insolvente cumplen con su cometido, desaparece la necesidad de la administración concursal en materia de intervención y suspensión. Como ocurre en derecho federal estadounidense, sería posible establecer un modelo de «*debtor-in-possession*» (donde el deudor mantiene las facultades de administración y disposición sobre su patrimonio), sujeto a la estricta observancia de los deberes fiduciarios de diligencia y lealtad. No se escapa que, en la práctica, uno de los desincentivos para solicitar la declaración de concurso es la designación de un tercero, sobre el que los acreedores carecen de voz ni voto, sin perjuicio de su coste.

Trigésimo octava. En todo caso, no hay conflicto de interés, por lo que no está justificado privar a los acreedores de la legitimación extraordinaria y subsidiaria para ejercitar la acción social en caso de concurso (arts. 48 *quáter* y 54.4 LC). En el marco de la sección sexta, los acreedores también deberían poder solicitar, como parte legitimada a título principal, la calificación del concurso como culpable. Así lo establecen las recomendaciones de la parte cuarta de la Guía sobre Derecho de la Insolvencia de UNCITRAL. El problema de acción colectiva no justifica la limitación de sus facultades a la intervención adhesiva para coadyuvar (art. 168 LC) y para recurrir la sentencia de calificación (art. 172 *bis.4* LC).

Trigésimo novena. Sentada la necesaria relación de causalidad (e imputación objetiva) para condenar a las personas afectadas por la calificación al pago del déficit concursal (arts. 172 y 172 *bis* LC), la generación o agravación de la insolvencia no debería dar lugar a una acción autónoma, sino operar como un criterio de determinación del daño en el marco de la acción social.

Cuadragésima. La eficiencia y la eficacia del derecho de la insolvencia no deben medirse por el número de sociedades insolventes que son declaradas en concurso, ni mucho menos por el número de concursos donde se aprueba un convenio, sino por la facilitación a la solución de los dos conflictos de interés que se pueden plantear en situaciones de insolvencia: (i) el problema de acción colectiva; y (ii) el problema de agencia que pueda derivar del conflicto de interés entre socios y acreedores.

XII. Propuesta de reforma legislativa

Todo trabajo doctrinal debería culminar con una propuesta de reforma legislativa concreta. Si se trata de sugerir propuestas de modificación o de facilitar la labor del intérprete, qué mejor forma de plasmar las conclusiones que en una propuesta de reforma legislativa.

1. *Introducción de un nuevo apartado 2 en el artículo 161 de la Ley de Sociedades de Capital*

Redacción propuesta:

2. La dispensa de la junta general otorgada conforme al artículo 230 se entenderá acorde al interés social, siempre que el acuerdo sea adoptado por la mayoría no conflictuada oportuna, cuando (i) se haya comunicado el conflicto de interés; (ii) se haya proporcionado a la junta información suficiente sobre el mismo; (iii) se haya deliberado con arreglo a un procedimiento de decisión adecuado, recabando con suficiente anterioridad por los administradores no conflictuados, en lo menester, los informes oportunos de terceros; y (iv) no concurra negligencia grave o mala fe en los socios que voten a favor del acuerdo de dispensa.

Justificación:

Los órganos jurisdiccionales no deberían revisar *ex post* las decisiones discrecionales de carácter empresarial (ya sean adoptadas por la junta general o por el órgano de administración). Para ello, se exige que el procedimiento de adopción del acuerdo social haya sido el adecuado. No obstante, puesto que la gestión (mejor dicho, la supervisión de la gestión) corresponde, con carácter general, al órgano de administración, se restringe el supuesto a los acuerdos de dispensa en materia de conflictos de interés.

2. *Modificación del apartado 2 del artículo 162 de la Ley de Sociedades de Capital*

Redacción propuesta:

No será necesario el acuerdo de la junta general para realizar los actos anteriores en favor de otra sociedad perteneciente al mismo grupo, salvo en los casos de los artículos 160 f) y 161 de la ley.

Justificación:

La consideración del artículo 162.2 de la Ley de Sociedades de Capital como norma especial frente al artículo 160 f) sería contraria a los antecedentes históricos de la norma, pues otorgaría mayor flexibilidad a las sociedades de responsabilidad limitada que a las anónimas (art. 3.1 CC). Pese a ello, la redacción del artículo 162.2 puede generar confusión, por lo que se recomienda introducir esta aclaración.

3. *Introducción de dos nuevos apartados 3 y 4 en el artículo 226 de la Ley de Sociedades de Capital*

Redacción propuesta:

3. Los estatutos podrán incluir la autorización para que la sociedad celebre contratos de seguro de responsabilidad civil, en calidad de tomador, asegurando a los administradores frente al ejercicio de la acción individual y de la social; salvo en el caso, respecto de la acción social, de actuación dolosa o de infracción del deber de lealtad.

Asimismo, los estatutos podrán prever el derecho de reembolso de los administradores frente a la sociedad, haya o no condena en costas, respecto a los costes razonablemente incurridos en la defensa frente al ejercicio de la acción social, salvo que recaiga sentencia firme de condena, y de acciones individuales de responsabilidad; en este último caso, siempre que el administrador actuara de buena fe y en atención al interés social, el reembolso podrá extenderse al importe de la condena. También se podrá prever el anticipo de los costes de defensa mediante provisión de fondos.

4. Si se cumplen los presupuestos del apartado primero, se entenderá que el acuerdo de dispensa otorgado por el consejo de administración conforme al artículo 230 de la ley no es contrario al interés social. También resultará de aplicación la regla de la protección de la discrecionalidad empresarial, si se ejercitara la acción social sobre la base del otorgamiento del acuerdo de dispensa.

Justificación:

La regla de la protección frente a la discrecionalidad empresarial ofrece una defensa a los administradores, pero no garantiza el derecho de reembolso de los gastos incurridos en la defensa cuando no haya condena en costas. Aquella regla deber ser también aplicable a las decisiones discrecionales adoptadas para otorgar dispensa singular en materia de conflictos de interés. Asimismo, la autorización para que la sociedad suscriba contratos de seguro de responsabilidad civil a favor de los administradores, abonando la prima correspondiente, permite reducir su aversión al riesgo en beneficio de la propia sociedad y de los socios (sin perjuicio de que la sociedad pueda reunir la condición de perjudicada del siniestro y, por tanto, de beneficiaria en el caso de que el siniestro derive del ejercicio de la acción social).

4. Modificación del apartado 1 del artículo 227 de la Ley de Sociedades de Capital

Redacción propuesta:

1. Los administradores deberán desempeñar el cargo con la lealtad de un fiel representante, obrando de buena fe y promoviendo el interés social frente a cualquier injerencia de intereses personales propios o de las personas vinculadas en el mejor interés de la sociedad.

Justificación:

La dicción del precepto en vigor puede dar lugar a equívocos, pues no toda actuación que no resulte en el mejor interés de la sociedad supone una infracción del deber de lealtad. Dicha actuación puede provenir de la vulneración del deber de diligencia o del de lealtad. Además, las decisiones sub-óptimas no son perseguibles por ninguna de ambas vías, sino sólo las contrarias al interés social.

El deber de lealtad se incumple cuando los administradores anteponen su interés o el de las personas vinculadas al de la sociedad (cuando concurre un conflicto de interés transaccional). En el marco del conflicto de interés entre socios y acreedores, si los administradores están alineados con los primeros, su actuación, contraria al interés social, podrá incumplir el deber de diligencia, pero no el de lealtad, salvo que los socios sean personas vinculadas con los administradores. Ante situaciones de cambio de control, cabe acudir, a lo sumo, al deber de neutralidad, por identidad de razón.

5. Modificación de los apartados 1 y 2 del artículo 231 de la Ley de Sociedades de Capital

Redacción propuesta:

1. A efectos de los artículos anteriores, tendrán la consideración de personas vinculadas a los administradores, entre otros:

a) El cónyuge del administrador o las personas con análoga relación de afectividad.

b) Los ascendientes, descendientes y hermanos del administrador o del cónyuge del administrador.

c) Los cónyuges de los ascendientes, de los descendientes y de los hermanos del administrador.

d) Las sociedades en las que el administrador, por sí o por persona interpuesta, se encuentre en alguna de las situaciones contempladas en el apartado primero del artículo 42 del Código de Comercio.

f) El socio que designe o promueva la designación del administrador.

e) Las sociedades en las que el administrador o las personas referidas en las letras anteriores desempeñen funciones ejecutivas o posean una participación igual o superior al diez por ciento (o cinco por ciento en el caso de sociedades anónimas cotizadas).

2. Respecto del administrador persona jurídica, se entenderán que son personas vinculadas, entre otros, las siguientes:

a) Los socios que se encuentren, respecto del administrador persona jurídica, en alguna de las situaciones contempladas en el apartado primero del artículo 42 del Código de Comercio, así como los socios y administradores del socio de control.

b) Los administradores, de derecho o de hecho, los liquidadores, y los apoderados con poderes generales del administrador persona jurídica.

c) Las sociedades que formen parte del mismo grupo, y sus socios y sus administradores.

d) Las personas que respecto del representante del administrador persona jurídica tengan la consideración de personas vinculadas a los administradores de conformidad con lo que se establece en el párrafo anterior.

e) El socio que designe o promueva la designación del administrador.

f) Las sociedades en las que el administrador o las personas referidas en las letras anteriores desempeñen funciones ejecutivas o posean una participación igual o superior al diez por ciento (o cinco por ciento en el caso de sociedades anónimas cotizadas).

Justificación:

En lo que se refiere a contratos celebrados entre la sociedad y el socio de control que ha promovido el nombramiento del administrador, los administradores no tienen actualmente el deber de evitar situaciones de conflicto de interés o de comunicarlas, en su caso, a la sociedad, ni, tampoco, de abstención. En lugar de imponer al socio de control un deber de lealtad como se ha apuntado por parte de la doctrina científica, se propone extender el círculo de personas vinculadas a los administradores. Por otro lado, se clarifica el carácter de *numerus apertus* del listado de personas vinculadas con los administradores.

6. *Introducción de tres nuevos apartados 2, 3 y 4 en el artículo 232 de la Ley de Sociedades de Capital*

Redacción propuesta:

1. El ejercicio de la acción de responsabilidad prevista en los artículos 236 y siguientes no obsta al ejercicio de las acciones de impugnación, cesación, remoción de efectos y, en su caso, anulación de los actos y contratos celebrados por los administradores con violación de su deber de lealtad.

2. El ejercicio de estas acciones corresponderá a la sociedad. Los socios que posean individual o conjuntamente el tres por ciento del capital social y los acreedores podrán ejercitar estas acciones en nombre de la sociedad cuando, previo requerimiento, la sociedad no haya planteado demanda en el plazo de dos meses.

3. Las acciones caducarán al cabo de cuatro años desde el día en que hubieran podido ejercitarse.

4. Los contratos celebrados por los administradores con base en un acuerdo de dispensa adoptado por el órgano social correspondiente conforme al artículo 230 de esta ley no serán impugnables conforme a este artículo. Si se ejercitara la acción social, resultará de aplicación el artículo 226.1 de esta ley.

Justificación:

Es necesaria una mayor coordinación entre los remedios frente a la infracción del deber de lealtad y la legitimación subsidiaria de la minoría de socios y de los acreedores, ante la inactividad del órgano de administración o cuando el socio de control o los socios puedan hallarse en situación de conflicto de interés. Por otra parte, es necesario extender la regla de la protección de la discrecionalidad empresarial a las actuaciones llevadas a cabo por los administradores con base en el acuerdo de dispensa. De la misma manera, la seguridad jurídica precisa proteger los actos y negocios jurídicos llevados a cabo en atención a dicho acuerdo de dispensa.

7. *Modificación del apartado 1 del artículo 239 de la Ley de Sociedades de Capital*

Redacción propuesta:

1. El socio o socios que posean individual o conjuntamente una participación igual o superior al tres por ciento en el capital social ~~que les permita solicitar la convocatoria de la junta general,~~ podrán entablar la acción de responsabilidad en defensa del interés social cuando los administradores no convocasen la junta general solicitada a tal fin, cuando la sociedad no la entablare dentro del plazo de un mes, contado desde la fecha de adopción del correspondiente acuerdo, o bien cuando este hubiere sido contrario a la exigencia de responsabilidad.

El socio o los socios a los que se refiere el párrafo anterior, podrán ejercitar directamente la acción social de responsabilidad cuando se fundamente en la infracción del deber de lealtad sin necesidad de someter la decisión a la junta general.

Justificación:

Se estima oportuno rebajar el umbral de participación mínimo para facilitar el ejercicio de la acción social ante incumplimientos del deber de diligencia. Aun así, el umbral sigue siendo superior al requerido en otros ordenamientos jurídicos de nuestro entorno.

8. *Modificación del artículo 240 de la Ley de Sociedades de Capital*

Redacción propuesta:

~~Los acreedores de la sociedad podrán ejercitar la acción social de responsabilidad contra los administradores e~~ Cuando no haya sido ejercitada por la sociedad o sus socios, los acreedores podrán ejercitar la acción social, siempre que exista riesgo de que el patrimonio social resulte insuficiente para la satisfacción de sus créditos o de que la sociedad pueda devenir en situación de insolvencia actual o inminente conforme a la Ley Concursal.

Los acreedores podrán ejercitar directamente la acción social de responsabilidad cuando se fundamente en la infracción del deber de lealtad sin necesidad de aguardar

a conocer la decisión de la junta general o de los socios conforme al artículo precedente.

Si la sentencia estimatoria contiene una condena a indemnizar daños y perjuicios, el acreedor que hubiera ejercitado la acción en interés de la sociedad tendrá derecho al reembolso de los gastos necesarios que hubiera soportado con cargo al producto de la acción, con los límites previstos en el artículo 394 de la Ley de Enjuiciamiento Civil.

Justificación:

Por un lado, se amplía el presupuesto objetivo para la atribución de legitimación a los acreedores atendiendo a la función que desempeña esta institución como instrumento de buen gobierno corporativo de la empresa en crisis. Además, se hace referencia tanto al riesgo de que la sociedad sufra una situación de desequilibrio patrimonial, como de que devenga en situación de insolvencia actual o inminente, coordinando así el presupuesto objetivo con la normativa concursal (esta propuesta de modificación debe ser analizada conjuntamente con la del artículo 48 *quáter* de la Ley Concursal). Por otra parte, se propone poner fin a la diferencia de trato entre la minoría y los acreedores, dado que la perjudicada por la infracción del deber de lealtad es siempre la sociedad.

9. Modificación del apartado 2 del artículo 343 de la Ley de Sociedades de Capital

Redacción propuesta:

2. En todo caso habrá de respetarse el derecho de asunción o de suscripción preferente de los socios, salvo en el marco del acuerdo de aumento de capital por compensación de créditos, cuando la sociedad esté inmersa en un procedimiento judicial de insolvencia y el patrimonio social resulte insuficiente para la satisfacción de sus créditos.

Justificación:

Aunque es pacífica la doctrina jurisprudencial y administrativa a propósito de la ausencia de derecho de suscripción o asunción preferente, la resolución de la Dirección General de los Registros y del Notariado estableció un límite en el marco de las operaciones acordeón en la resolución de 20.XI.2013.

El respeto a los derechos de los socios en las operaciones acordeón debería encontrar una excepción cuando la sociedad se encuentra inmersa en un procedimiento judicial de insolvencia (homologación de acuerdos de refinanciación o concurso de acreedores). De lo contrario, cuando el valor de la empresa sea inferior a la deuda, difícilmente podrá observarse la «*absolute priority rule*» al pedirse la extensión judicial de la propuesta a clases enteras disidentes (véase la propuesta de introducción de un nuevo apartado cuarto en el art. 124 LC y los arts. 11, 12.2 y 13.2 de la Propuesta de Directiva de 22.XI.2016). Así, los socios no deberían ostentar derechos de suscripción o asunción preferente, en caso, por ejemplo, de que se acuerde reducir el capital a cero para amortizar pérdidas, como paso previo al aumento de capital por compensación de créditos.

10. Modificación del artículo 350 de la Ley de Sociedades de Capital

Redacción propuesta:

La sociedad de responsabilidad limitada podrá excluir al socio que incumpla voluntariamente la obligación de realizar prestaciones accesorias, así como al socio administrador que infrinja la prohibición de competencia o hubiera sido condenado por sentencia firme a indemnizar a la sociedad los daños y perjuicios causados por actos contrarios a esta ley o a los estatutos o realizados sin la debida diligencia o de forma desleal.

Justificación:

Adecuación con otros preceptos de la Ley en materia de deberes fiduciarios (regla de la protección de la discrecionalidad empresarial *ex art. 226 LSC* y reforzamiento del deber de lealtad *ex arts. 227 y ss. LSC*).

11. Supresión del artículo 367 de la Ley de Sociedades de Capital

Redacción propuesta:

~~1. Responderán solidariamente de las obligaciones sociales posteriores al acaecimiento de la causa legal de disolución los administradores que incumplan la obligación de convocar en el plazo de dos meses la junta general para que adopte, en su caso, el acuerdo de disolución, así como los administradores que no soliciten la~~

~~disolución judicial o, si procediere, el concurso de la sociedad, en el plazo de dos meses a contar desde la fecha prevista para la celebración de la junta, cuando ésta no se haya constituido, o desde el día de la junta, cuando el acuerdo hubiera sido contrario a la disolución.~~

~~2. En estos casos las obligaciones sociales reclamadas se presumirán de fecha posterior al acaecimiento de la causa legal de disolución de la sociedad, salvo que los administradores acrediten que son de fecha anterior.~~

Justificación:

Los deberes de los administradores ante situaciones de pérdidas que reducen el patrimonio neto a una cifra inferior a la mitad del capital social (arts. 363.1.e, 365 y 366 LSC) son «deberes legales cualificados»¹²²⁶, por lo que su inobservancia habilita al ejercicio de la acción individual (siempre y cuando concurren el resto de elementos de la acción del art. 241 LSC – muy señaladamente el daño, la relación de causalidad y la imputación objetiva). Por ello, cabe plantear si existe justificación para mantener el doble régimen de responsabilidad en estos casos, pues la normativa comunitaria no exige un remedio tan severo como la del artículo 367 de la Ley de Sociedades de Capital¹²²⁷. La sobreprotección que otorgan la responsabilidad solidaria y la exención de acreditar la relación de causalidad provocan, por otro lado, una menor diligencia por parte de los acreedores a la hora de contratar. Además, la jurisprudencia del Tribunal Supremo ha facilitado la carga de los acreedores al reconocer que la facilidad probatoria corresponde al administrador (art. 217.7 LEC); máxime cuando no se ha cumplido con el deber de depositar las cuentas anuales. Así, una vez que el acreedor acredita el incumplimiento de un deber legal cualificado y realiza un mínimo esfuerzo probatorio, corresponde al administrador demostrar que la recuperación del acreedor no hubiera sido mayor de haberse procedido a realizar una liquidación ordenada de la sociedad deudora.

¹²²⁶ Sentencias del Tribunal Supremo (sala primera) de 18.IV.2016 (RJ 2016, 1342; ponente: Ignacio Sancho) y 13.VII.2016 (RJ 2016, 3191; ponente: Ignacio Sancho).

¹²²⁷ El artículo 19.1 de la Directiva 2012/30/UE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 25 de octubre de 2012, se limita a establecer la disolución obligatoria por pérdidas graves.

12. Supresión del artículo 5 de la Ley Concursal

Redacción propuesta:

~~1. El deudor deberá solicitar la declaración de concurso dentro de los dos meses siguientes a la fecha en que hubiera conocido o debido conocer su estado de insolvencia.~~

~~2. Salvo prueba en contrario, se presumirá que el deudor ha conocido su estado de insolvencia cuando haya acaecido alguno de los hechos que pueden servir de fundamento a una solicitud de concurso necesario conforme al apartado 4 del artículo 2 y, si se trata de alguno de los previstos en su párrafo 4.º, haya transcurrido el plazo correspondiente.~~

Justificación:

El concurso de acreedores, como solución legal frente al problema de acción colectiva en que consiste la insolvencia, precisa que las normas del procedimiento sean imperativas. Sin embargo, la solución judicial (el procedimiento concursal) no tiene por qué ser imperativa, tal y como demuestra el fomento de los acuerdos de refinanciación por el propio legislador. La supresión del deber de solicitar la declaración de concurso voluntario no priva de derechos a la minoría con menor poder de negociación, porque se mantiene la legitimación de los acreedores para solicitar la declaración de concurso necesario.

13. Modificación de los apartados 1, 2, 4, 5 y 6 del artículo 5 bis de la Ley Concursal, que pasa a ser el nuevo artículo 5

1. El deudor o cualquiera de sus acreedores podrá poner en conocimiento del juzgado competente para la declaración de su concurso ~~que ha el inicio de iniciado~~ negociaciones para alcanzar un acuerdo de refinanciación de los previstos en el artículo 71 bis.1 y en la Disposición adicional cuarta o para obtener adhesiones a una propuesta anticipada de convenio en los términos previstos en esta Ley.

En el caso en que solicite un acuerdo extrajudicial de pago, una vez que el mediador concursal propuesto acepte el cargo, el registrador mercantil o notario al que se hubiera solicitado la designación del mediador concursal deberá comunicar, de oficio,

la apertura de las negociaciones al juzgado competente para la declaración de concurso.

2. Esta comunicación podrá formularse en cualquier momento antes ~~del vencimiento del plazo establecido en el artículo 5 de que se hubiera presentado un escrito de solicitud de concurso necesario, conforme al artículo 22.1 de esta Ley. Formulada la comunicación antes de ese momento, no será exigible el deber de solicitar la declaración de concurso voluntario.~~

[...]

4. Desde la presentación de la comunicación no podrán iniciarse ejecuciones judiciales o extrajudiciales de bienes y derechos que resulten necesarios para la continuidad de la actividad empresarial del deudor, y se tendrán por no puestas las cláusulas que permitan resolver los contratos bilaterales con obligaciones recíprocas pendientes de cumplimiento por ambas partes, por la sola situación de insolvencia del deudor o por la sola presentación de la comunicación prevista en este artículo, durante un plazo de cuatro meses o, en todo caso, hasta que se produzca alguna de las siguientes circunstancias [...].

~~Quedan, en todo caso, excluidos de las previsiones contenidas en este apartado los procedimientos de ejecución que tengan por objeto hacer efectivos créditos de derecho público.~~

5. Transcurridos ~~tres~~ cuatro meses desde la comunicación al juzgado, ~~el deudor, se~~ haya o no alcanzado un acuerdo de refinanciación, o un acuerdo extrajudicial de pagos o las adhesiones necesarias para la admisión a trámite de una propuesta anticipada de convenio, cualquier legitimado podrá solicitar la declaración de concurso deberá solicitar la declaración de concurso dentro del mes hábil siguiente, a menos que ya lo hubiera solicitado el mediador concursal o que el deudor ya no se encontrara en estado de insolvencia. No obstante, los efectos de inadmitir a trámite las solicitudes de declaración de concurso necesario y de suspensión del ejercicio de acciones ejecutivas podrán extenderse hasta un máximo de un año a petición del deudor o de cualquiera de sus acreedores, siempre y cuando se acredite (a) el progreso en el avance de las negociaciones para alcanzar una solución convencional a la situación de insolvencia; y (b) que dicha extensión no supone un sacrificio patrimonial injustificado para los acreedores.

6. Formulada la comunicación prevista en este artículo, no podrá formularse otra por el mismo deudor en el plazo de un año.

Justificación:

Puesto que tanto el deudor como los acreedores resultan beneficiados por los efectos de la comunicación del artículo 5 *bis*, debe extenderse la legitimación a todos los interesados (como, por otra parte, ocurre en la homologación judicial de acuerdos de refinanciación).

Es necesario establecer alguna protección similar a la del artículo 61 de la Ley respecto a los contratos bilaterales y sinalagmáticos con obligaciones recíprocas pendientes de cumplimiento por ambas partes (así lo establece el art. 7.4 de la Propuesta de Directiva de 22.XI.2016). De lo contrario, el incentivo es resolver los contratos y otorgar nuevas líneas de financiación que puedan beneficiarse de los privilegios del dinero nuevo.

Asimismo, y nuevamente conforme a la Propuesta de Directiva de 22.XI.2016 (art. 6, párrafos 5, 6 y 7), se establece la posibilidad de extender los efectos hasta un máximo de un año (solución a la que ya se ha llegado en la práctica por vías poco ortodoxas como la homologación de un acuerdo de espera¹²²⁸).

Por último, se adecúa la redacción del precepto a la supresión del deber para solicitar la declaración de concurso voluntario y se propone eliminar el privilegio del crédito público.

14. Modificación del apartado 3 del artículo 15 de la Ley Concursal

Modificación propuesta:

3. Una vez realizada la comunicación prevista en el artículo 5 bis y mientras no transcurra el plazo de ~~tres~~ cuatro meses previsto en dicho precepto, no se admitirán solicitudes de concurso a instancia de otros legitimados distintos del deudor o, en el procedimiento previsto en el Título X de esta Ley, distintos del deudor o del mediador concursal.

¹²²⁸ Auto núm. 360/2016 del Juzgado de lo Mercantil número 2 de Sevilla, de 6.IV.2016 (ponente: Pedro Márquez).

~~Las solicitudes que se presenten con posterioridad sólo se proveerán cuando haya vencido el plazo de un mes hábil previsto en el citado artículo si el deudor no hubiera presentado solicitud de concurso.~~ Si el deudor presenta solicitud de concurso en el citado plazo se tramitará en primer lugar conforme al artículo 14. Declarado el concurso, las solicitudes presentadas previamente y las que se presenten con posterioridad se unirán a los autos, teniendo por comparecidos a los solicitantes.

Justificación:

Coordinación con la modificación propuesta en los artículos 5 y 5 bis de la Ley Concursal.

15. Modificación de los apartados 1 y 6 del artículo 36 de la Ley Concursal

Modificación propuesta:

1. Los administradores concursales y los auxiliares delegados responderán frente al deudor ~~y frente a los acreedores~~ de los daños y perjuicios causados a la masa por los actos y omisiones contrarios a la ley o a su deber de lealtad, o realizados sin la debida diligencia.

[...]

6. Quedan a salvo las acciones de responsabilidad que puedan corresponder a los socios-deudor, a los acreedores o a terceros por actos u omisiones de los administradores concursales y auxiliares delegados que lesionen directamente los intereses de aquellos.

Justificación:

Mejora técnica (la acción del apartado 1 siempre ingresa en la masa activa) y concordancia con el artículo 35.1 de la Ley Concursal.

16. Modificación del apartado 4 del artículo 44 de la Ley Concursal

Modificación propuesta:

4. Como excepción a lo dispuesto en los apartados anteriores, el juez, a solicitud de la administración concursal o de acreedores que individual o conjuntamente representen un quinto del pasivo concursal, y previa audiencia del deudor, de la administración concursal y de los representantes de los trabajadores de la empresa, podrá acordar mediante auto el cierre de la totalidad o de parte de las oficinas, establecimientos o explotaciones de que fuera titular el deudor, así como, cuando ejerciera una actividad empresarial, el cese o la suspensión, total o parcial, de ésta.

Cuando las medidas supongan la extinción, suspensión o modificación colectivas de los contratos de trabajo, incluidos los traslados colectivos, el juez actuará conforme a lo establecido en el artículo 8.2.º y simultáneamente iniciará el expediente del artículo 64. La administración concursal en su solicitud (o en apoyo de la solicitud de los acreedores) deberá dar cumplimiento a lo dispuesto en el artículo 64.4.

Justificación:

Un ejemplo de los problemas de asignación de derechos políticos de los que adolece el derecho español es no contemplar un trámite que permita a los acreedores solicitar al juez del concurso la suspensión de la actividad empresarial o la apertura de la fase de liquidación cuando la empresa sea económicamente inviable (o cuando puede acreditarse la ausencia de apoyos para la aprobación de un convenio). En estos casos, la continuidad de la actividad empresarial consume recursos en perjuicio de los acreedores concursales, pues la actividad empresarial deficitaria conlleva que no pueda ni siquiera pagarse a los acreedores de la masa.

17. Modificación de los apartados 1 y 2 del artículo 48 de la Ley Concursal

Modificación propuesta:

1. Durante la tramitación del concurso, se mantendrán los órganos de la persona jurídica deudora, así como los derechos de los socios, sin perjuicio de los efectos que sobre su funcionamiento o ejercicio produzca la intervención o la suspensión de sus facultades de administración y disposición. En concreto, no resultará de aplicación lo

establecido en los artículos 160 f), 161, 346 a 349 y 363 a 368 de la Ley de Sociedades de Capital.

2. La administración concursal tendrá derecho de asistencia y de voz en las sesiones de los órganos colegiados de la persona jurídica concursada. A estos efectos, deberá ser convocada en la misma forma y con la misma antelación que los integrantes del órgano que ha de reunirse.

La constitución de junta o asamblea u otro órgano colegiado con el carácter de universal no será válida sin la concurrencia de la administración concursal. Los acuerdos de la junta o de la asamblea que puedan tener contenido patrimonial o relevancia directa para el concurso requerirán, para su eficacia, de la autorización o confirmación de la administración concursal. En caso de suspensión, la administración concursal sustituirá a la junta general en el ejercicio de las facultades de administración y de disposición del deudor que recaigan dentro de su ámbito competencial.

Justificación:

Los preceptos cuya aplicación temporal se propone suprimir resultan contrarios a los fines del concurso, tal y como se ha argumentado en este trabajo. Mientras que, en unos casos (arts. 160 f y 161 LSC), el régimen de intervención o suspensión junto con, en su caso, la autorización judicial suplen el control de la junta en interés de los acreedores, en otros, su suspensión temporal obedece a la existencia de regla especial (arts. 363 a 368 LSC) o a su incompatibilidad con la situación de insolvencia del deudor (arts. 346 a 349 LSC). Se propone introducir la excepción en este precepto, en lugar de en los propios artículos de la Ley de Sociedades de Capital.

Conforme al régimen legal en vigor, en caso de suspensión, los acuerdos de la junta general están sometidos a la preceptiva confirmación de la administración concursal. Sin embargo, ésta no puede sustituir a la junta general en las materias de disposición y administración que recaen dentro de su ámbito competencial. Puede darse, por ejemplo, una situación de bloqueo si la junta general no adopta el acuerdo oportuno para autorizar la enajenación de un activo esencial (pero no necesario para la continuidad de la actividad empresarial) durante la sección tercera («fase común»), incluso cuando sea preciso para garantizar la continuidad de la actividad empresarial o las necesidades de financiación del concurso (cfr. art. 43 LC). La justificación de esta propuesta desaparecería si se limitara la aplicación de los artículos 160 f) y 161

de la Ley de Sociedades de Capital a situaciones anteriores a la declaración de concurso (véase la modificación propuesta al art. 48.1 LC).

18. Modificación del artículo 48 bis de la Ley Concursal

Redacción propuesta:

1. Durante la tramitación del concurso de la sociedad, corresponderá **exclusivamente** a la administración concursal **y a los acreedores, conforme a lo establecido en el artículo 54.4 de esta ley,** el ejercicio de la acción contra el socio o socios personalmente responsables por las deudas de ésta anteriores a la declaración de concurso.

2. Durante la tramitación del concurso de la sociedad, corresponderá **exclusivamente** a la administración concursal **y a los acreedores, conforme a lo establecido en el artículo 54.4 de esta ley,** la reclamación, en el momento y cuantía que estime conveniente, del desembolso de las aportaciones sociales que hubiesen sido diferidas, cualquiera que fuera el plazo fijado en la escritura o en los estatutos, y de las prestaciones accesorias pendientes de cumplimiento.

Justificación:

Los acreedores, principales interesados en el ejercicio de estas acciones cuando el valor de la empresa es inferior al pasivo exigible, deben obtener una tutela adicional al remedio resarcitorio contra la administración concursal en caso de incumplimiento de sus deberes (art. 36 LC). No hay ningún conflicto de interés entre acreedores ni problema de acción colectiva, porque el producto ingresa en la masa.

19. Modificación del artículo 48 quáter de la Ley Concursal

Redacción propuesta:

Declarado el concurso, corresponderá ~~exclusivamente~~ a la administración concursal **y a los acreedores, conforme a lo establecido en el artículo 54.4 de esta ley,** el ejercicio de las acciones de responsabilidad de la persona jurídica concursada contra sus administradores, auditores o liquidadores.

Justificación:

Los acreedores, principales interesados en el ejercicio de esta acción cuando el valor de la empresa es inferior al pasivo exigible, deben obtener una tutela adicional al remedio resarcitorio contra la administración concursal (art. 36 LC), en términos similares al régimen establecido por la Ley de Sociedades de Capital (art. 240 LSC). No hay ningún conflicto de interés entre acreedores ni problema de acción colectiva, porque el producto ingresa en la masa (pese a la declaración de concurso, los acreedores ejercitan esta acción en nombre de la sociedad y en interés de la masa activa).

20. Modificación del apartado 1 del artículo 59 de la Ley Concursal

Redacción propuesta:

1. Desde la declaración de concurso quedará suspendido el devengo de los intereses, legales o convencionales, salvo los correspondientes a los créditos con garantía real, que serán exigibles hasta donde alcance el valor de la respectiva garantía conforme al artículo 94.5 de esta ley. Los créditos salariales que resulten reconocidos devengarán intereses conforme al interés legal del dinero fijado en la correspondiente Ley de Presupuestos. Los créditos derivados de los intereses tendrán la consideración de subordinados a los efectos de los previsto en el artículo 92.3º de esta ley.

Justificación:

Mejora técnica y concordancia con las últimas reformas en materia de valoración de las garantías reales.

21. Modificación del artículo 61 de la Ley Concursal

Redacción propuesta:

1. En los contratos celebrados por el deudor, cuando al momento de la declaración del concurso una de las partes hubiera cumplido íntegramente sus obligaciones y la otra tuviese pendiente el cumplimiento total o parcial de las recíprocas a su cargo, el crédito o la deuda que corresponda al deudor se incluirá, según proceda, en la masa activa o en la pasiva del concurso.

2. La declaración-solicitud o la declaración de concurso, por sí solas, no afectarán a la vigencia de los contratos con obligaciones recíprocas pendientes de cumplimiento tanto a cargo del concursado como de la otra parte. Las prestaciones a que esté obligado el concursado se realizarán con cargo a la masa.

No obstante lo dispuesto en el párrafo anterior, la administración concursal, en caso de suspensión, y/o el concursado, en caso de intervención, podrán solicitar la resolución del contrato si lo estimaran conveniente al interés del concurso. El secretario judicial letrado de la administración de justicia citará a comparecencia ante el juez al concursado, a la administración concursal y a la otra parte en el contrato y, de existir acuerdo en cuanto a la resolución y sus efectos, el juez dictará auto declarando resuelto el contrato de conformidad con lo acordado. En otro caso, las diferencias se sustanciarán por los trámites del incidente concursal y el juez decidirá acerca de la resolución, acordando, en su caso, las restituciones que procedan y la indemnización que haya de satisfacerse con cargo a la masa. Cuando se trate de la resolución de contratos de arrendamiento financiero, y a falta de acuerdo entre las partes, con la demanda incidental se acompañará tasación pericial independiente de los bienes cedidos que el juez podrá tener en cuenta al fijar la indemnización.

3. Se tendrán por no puestas las cláusulas que establezcan la facultad de resolución o la extinción del contrato por la sola causa de la solicitud o la declaración de concurso de cualquiera de las partes.

Justificación:

Conforme al derecho en vigor, los acreedores que financian la continuidad de la actividad empresarial durante la sección primera no obtienen ningún tipo de incentivo para la concesión de fondos al deudor. Antes al contrario, pueden tratar de ejecutar las condiciones resolutorias explícitas vinculadas con la solicitud de concurso antes de que se produzca la declaración. Sin perjuicio de la institución de la rehabilitación de créditos del artículo 68 de la Ley (que sólo contempla el supuesto de la resolución o el vencimiento anticipado por incumplimiento de las obligaciones de pago), es importante que estos acreedores dispongan del trato preferente de la pre-deducción (véase la propuesta de reforma del art. 84.2.5º y 6º LC), pues la desaparición de las fuentes de financiación, particularmente las de circulante, aviva el problema de acción colectiva y hace peligrar la solución a la insolvencia en detrimento de todos los acreedores concursales.

Por otro lado, se estima oportuno que en los casos de intervención la administración concursal también pueda interesar la resolución de contratos en interés del concurso ante la pasividad del deudor.

22. Modificación del apartado 1 del artículo 62 de la Ley Concursal

Redacción propuesta:

1. ~~La Ni la solicitud de concurso ni su declaración~~ ~~declaración de concurso no~~ afectará a la facultad de resolución de los contratos a que se refiere el apartado 2 del artículo precedente por incumplimiento posterior de cualquiera de las partes. Si se tratara de contratos de tracto sucesivo, la facultad de resolución podrá ejercitarse también cuando el incumplimiento hubiera sido anterior a la solicitud y declaración de concurso.

Justificación:

Coordinación con la modificación propuesta del artículo 61 de la Ley Concursal.

23. Modificación del artículo 68 de la Ley Concursal

Redacción propuesta:

1. La administración concursal, por propia iniciativa o a instancia del concursado, podrá rehabilitar los contratos de préstamo y demás de crédito a favor de éste cuyo vencimiento anticipado ~~o resolución por impago de cuotas de amortización o de intereses devengados~~ se haya producido dentro de los ~~cuatro~~ tres meses precedentes a la declaración de concurso, siempre que, antes de que finalice el plazo para presentar la comunicación de créditos, notifique la rehabilitación al acreedor, satisfaga o consigne la totalidad de las cantidades debidas al momento de la rehabilitación y asuma los pagos futuros con cargo a la masa.

Justificación:

Los supuestos de vencimiento anticipado o resolución no deben limitarse al incumplimiento de las obligaciones de pago, pues la práctica demuestra que, en muchos casos, la mera comunicación del artículo 5 bis o la solicitud de declaración

de concurso voluntario operan como causas de vencimiento anticipado o condiciones resolutorias explícitas.

24. Modificación del apartado 1 del artículo 71 de la Ley Concursal

Redacción propuesta:

1. Declarado el concurso, serán rescindibles los actos perjudiciales para la masa activa realizados por el deudor dentro de los dos años anteriores a la fecha de la declaración solicitud de concurso, aunque no hubiere existido intención fraudulenta. También serán rescindibles, aunque no hubiere existido intención fraudulenta, los actos perjudiciales para la masa activa realizados por el deudor durante los dos años anteriores a la fecha de la presentación de la comunicación del artículo 5 bis o de la solicitud del artículo 232 o del apartado 5 de la disposición adicional cuarta de esta ley, siempre y cuando se hubiera declarado el concurso dentro del año siguiente a la realización de cualquiera de dichas solicitudes.

Serán asimismo rescindibles los pagos y subrogados del pago realizados por el deudor en situación de insolvencia actual y, en todo caso, durante los treinta días anteriores a la solicitud de concurso, aunque no hubiera existido intención fraudulenta, salvo que el acreedor acredite que dicho pago no supone una recuperación superior a la que le correspondería en caso de liquidación. Si el destinatario del pago hubiera sido una persona especialmente relacionada con el deudor, el periodo será de un año, computado desde la fecha de la solicitud de concurso.

Justificación:

Las últimas reformas son susceptibles de incentivar comportamientos oportunistas encaminados a superar el plazo de dos años fijado por este artículo, mediante el recurso, con fines espurios, a la comunicación del artículo 5 bis o a la solicitud del artículo 232 o del apartado 5 de la disposición adicional cuarta de la Ley Concursal.

Por otra parte, se propone mantener la tesis amplia de perjuicio sostenida por la Sala Primera del Tribunal Supremo respecto a los pagos y subrogados del cumplimiento en situaciones de insolvencia actual, pero reduciendo el periodo sospechoso. Además, como en este caso la acción tutela la *par condicio creditorum*, se establece como excepción la acreditación de que el pago no mejora la recuperación del acreedor en un escenario de liquidación. No obstante, en el caso de las personas especialmente

relacionadas con el deudor, este periodo se incrementaría hasta un año. De este modo, resultaría de aplicación la tesis restrictiva de perjuicio (el objetivamente causado a la masa activa) al resto de conductas subsumibles en el primer párrafo del artículo 71.1 de la Ley Concursal.

25. Modificación del apartado 2 (párrafos 5º y 6º) del artículo 84 de la Ley Concursal

Redacción propuesta:

2. Tendrán la consideración de créditos contra la masa los siguientes:

[...]

5.º Los generados por el ejercicio de la actividad profesional o empresarial del deudor tras la ~~declaración-solicitud~~ del concurso judicialmente declarado, incluyendo los créditos laborales, comprendidas en ellos las indemnizaciones de despido o extinción de los contratos de trabajo, así como los recargos sobre las prestaciones por incumplimiento de las obligaciones en materia de salud laboral, hasta que el juez acuerde el cese de la actividad profesional o empresarial, o declare la conclusión del concurso.

Los créditos por indemnizaciones derivadas de extinciones colectivas de contratos de trabajo ordenados por el juez del concurso se entenderán comunicados y reconocidos por la propia resolución que los apruebe, sea cual sea el momento.

6.º Los que, conforme a esta Ley, resulten de prestaciones a cargo del concursado en los contratos con obligaciones recíprocas pendientes de cumplimiento que continúen en vigor tras la ~~declaración-solicitud~~ de concurso, y de obligaciones de restitución e indemnización en caso de resolución voluntaria o por incumplimiento del concursado.

Justificación:

Coordinación con la propuesta de reforma del artículo 61 de la Ley Concursal.

26. Modificación del apartado 4 e introducción de un nuevo apartado 6 en el artículo 100 de la Ley Concursal

Redacción propuesta:

4. Las propuestas deberán presentarse acompañadas de un plan de pagos con detalle de los recursos previstos para su cumplimiento, incluidos, en su caso, los procedentes de la enajenación de determinados bienes o derechos del concursado. En todo caso, el proponente deberá acreditar que la recuperación obtenida por los acreedores como consecuencia del cumplimiento del convenio es, al menos, idéntica a la que obtendrían en caso de apertura inmediata de la fase de liquidación, ya sea a través de la enajenación de la unidad productiva como unidad económica en funcionamiento o de la realización individualizada de los bienes y derechos del deudor.

[...]

6. La propuesta deberá establecer las clases en las que se dividen los acreedores concursales afectados por la propuesta de convenio, identificando los acreedores pertenecientes a cada clase y los criterios conforme a los que se establece la homogeneidad u heterogeneidad de los créditos que justifiquen dicha clasificación. Cada clase deberá comprender créditos, acciones, participaciones u otro tipo de valores que representen derechos suficientemente similares para justificar a todos los miembros de una misma clase como un grupo homogéneo con identidad de intereses en común. Como mínimo, el establecimiento de clases, para los acreedores privilegiados, ordinarios y subordinados, deberá obedecer al criterio dispuesto en el artículo 94.2 de esta ley. Los socios y las personas especialmente relacionadas con el deudor formarán una o más clases separadas de las de los acreedores, conforme a lo dispuesto en el artículo 122.1 de esta ley.

Se entenderá que una clase de acreedores resulta afectada por la propuesta de convenio cuando los créditos se vean sometidos a esperas, quitas, o se aplique cualquiera otra de las medidas establecidas en este precepto. También se considerará afectada por la propuesta una clase cuyos miembros no obtengan ningún tipo de recuperación a resultas de la misma.

En todo caso, la propuesta deberá identificar y justificar las clases que no resultan afectadas por la misma, para lo que se atenderá fundamentalmente a la valoración de

la empresa bajo el principio de empresa en funcionamiento, que deberá acompañarse a la propuesta.

Justificación:

Se propone introducir en sede de la propuesta de convenio el «*best-interests test*» promovido por la Recomendación de la Comisión de la Unión Europea de 12.III.2014 y los artículos 2(9), 10.2(b), 11.1(a), 13.1 y 15.4 de la Propuesta de Directiva de 22.XI.2016. Con ello se garantiza a la minoría disidente (y a los socios) que la solución convencional no es sub-óptima o expropiatoria frente a la que resultaría de la liquidación inmediata de la empresa.

Asimismo, se aclara que todas las clases a las que se aplica en contenido del convenio, incluso aquellas cuyos miembros no reciben ningún tipo de recuperación, se consideran clases afectadas por la propuesta. Esta circunstancia es presupuesto para poder reconocer derecho de voto a todas estas clases; o lo que es lo mismo: que para solicitar la extensión judicial de la propuesta a clases enteras disidentes debe observarse la «*absolute priority rule*».

Finalmente, conforme a la posibilidad que ofrece la Propuesta de Directiva de 22.XI.2016, se propone que los socios formen una clase separada (art. 12.1).

27. Modificación del artículo 104 de la Ley Concursal

Redacción propuesta:

1. El deudor que no hubiese pedido la liquidación y no se hallare afectado por alguna de las prohibiciones establecidas en el artículo siguiente podrá presentar ante el juez propuesta anticipada de convenio. El plazo para hacerlo será dDesde la solicitud de concurso voluntario o desde la declaración de concurso necesario y, en ambos casos, bien hasta los cinco días siguientes a la expiración del plazo de impugnación del inventario y de la lista de acreedores, si no se hubiesen presentado impugnaciones, o bien, si se hubiesen presentado, hasta los diez días siguientes a dicha expiración hasta la expiración del plazo de comunicación de créditos, el deudor que no hubiese pedido la liquidación y no se hallare afectado por alguna de las prohibiciones establecidas en el artículo siguiente podrá presentar ante el juez propuesta anticipada de convenio. También podrán presentar dicha proposición, se halle o no el deudor afectado por

alguna de las citadas prohibiciones, los acreedores que hubiesen comunicado sus créditos.

2. En caso de presentación de propuesta anticipada de convenio, cuando se dé el supuesto previsto en el número 5 del artículo 100, siempre que la propuesta contemple una espera superior a los límites previstos en los artículos 124.1.b) y 134.3.b) de esta ley, el juez podrá, a solicitud del proponente, autorizar motivadamente la superación de dichos límites.

Justificación:

Los acreedores no deberían tener que esperar a los plazos de presentación de propuestas de convenio «ordinario» para poder someter a la consideración del resto de acreedores una propuesta que pueda poner fin a la situación de insolvencia, continuando la actividad empresarial y facilitando el mantenimiento de los puestos de trabajo.

Es cierto que en otros ordenamientos jurídicos, como el estadounidense, el deudor cuenta con un «periodo de exclusividad» para presentar una propuesta a sus acreedores. En el caso español la evidencia empírica muestra, sin embargo, que la inmensa mayoría de concursos finalizan en liquidación y que, respecto a los convenios, la propuesta anticipada de convenio tiene una presencia muy residual (10,6% de los casos)¹²²⁹. Además, la comunicación del artículo 5 bis de la Ley Concursal supone, en cierto modo, un período de exclusividad a favor del deudor (sin perjuicio de que la solicitud de homologación del acuerdo de refinanciación pueda ser a cargo del deudor o de cualquiera de los acreedores que sea parte del contrato).

Ante esta realidad, sólo se advierten consecuencias positivas de otorgar a los acreedores la posibilidad de presentar una propuesta anticipada de convenio. Primero, con esta medida no se cercena la facultad del deudor de presentar una propuesta (se deliberaría y votaría en primer lugar la propuesta del deudor en todo caso *ex art. 121.2 LC*). Lo que se hace es promover de hecho la presentación de propuestas atractivas para los acreedores, pues una medida como la propuesta fomentaría la libre competencia entre deudor y acreedores. Segundo, no se conculca la presentación de una propuesta anticipada de convenio cuando el deudor incurra en alguna de las prohibiciones del artículo 105 de la Ley Concursal. El interés

¹²²⁹ Véase Van Hemmen, E. *Estadística concursal. Anuario 2015. El concurso de acreedores en cifras*, Colegio de Registradores de la Propiedad, Bienes Muebles y Mercantiles de España, Madrid, San José.

primordial del concurso es maximizar la función solutoria, lo que se compadece mal con la privación a los acreedores de un mecanismo de reestructuración incentivado como es la propuesta de convenio. Tercero, existen acreedores profesionales especializados en la reorganización de empresas en crisis; operadores que hasta la fecha apenas han podido tener protagonismo en nuestro tráfico jurídico. Entre los cesionarios de deuda hay quienes, en lugar de desplegar una estrategia pasiva orientada a aguardar una recuperación razonable de su inversión con la solución alcanzada en el concurso, puedan adoptar un rol proactivo en el procedimiento mediante la propuesta de soluciones a la insolvencia. Estos mismos cesionarios presentan también incentivos para otorgar financiación post-concursal.

Por otra parte, se promueve que al tiempo de la presentación de la propuesta se pueda conocer (al margen de la información presentada por el deudor con su solicitud) al menos la composición de la lista del informe provisional.

Finalmente, se sugiere volver a introducir un incentivo para alcanzar propuestas anticipadas de convenio. La limitación a las esperas (hasta un máximo de diez años) en sede de propuesta «ordinaria» ofrece una oportunidad con la que incentivar a las propuestas anticipadas de convenio (que, en todo caso, deberán ser validadas por la mayoría oportuna de acreedores y demostrar que suponen una recuperación al menos idéntica a la que se obtendría en caso de apertura inmediata de la fase de liquidación).

28. Modificación del apartado 2 del artículo 105 de la Ley Concursal

Redacción propuesta:

2. Si, admitida a trámite la propuesta anticipada de convenio presentada por, el concursado, éste incurriere en causa de prohibición o se comprobase que con anterioridad había incurrido en alguna de ellas, el juez de oficio, a instancia de la administración concursal o de parte interesada y, en todo caso, oído el deudor, declarará sin efecto la propuesta y pondrá fin a su tramitación.

Justificación:

Esta enmienda es consecuencia lógica de la propuesta de modificación del apartado 1 del artículo 104 (véase la justificación de la propuesta de modificación de dicho precepto).

29. Modificación de los apartados 1, 2 y 3 del artículo 106 de la Ley Concursal

Redacción propuesta:

1. Para su admisión a trámite, la propuesta deberá ir acompañada de adhesiones de acreedores de cualquier clase, prestadas en la forma establecida en esta Ley y cuyos créditos, individual o conjuntamente, superen la ~~décimaquinta~~ parte del pasivo presentado por el deudor o de la lista de acreedores del informe de la administración concursal. Cuando la propuesta se presente con la propia solicitud de concurso voluntario bastará con que las adhesiones alcancen la ~~vigésima décima~~ parte del mismo pasivo.

2. Cuando la propuesta anticipada de convenio se presentara con la solicitud de concurso voluntario o necesario, o antes de la declaración judicial de éste, el juez resolverá sobre su admisión en el mismo auto de declaración de concurso.

En los demás casos, el juez, dentro de los tres días siguientes al de presentación de la propuesta anticipada de convenio, resolverá mediante auto motivado sobre su admisión a trámite.

En el mismo plazo, de apreciar algún defecto, el Juez ordenará que se notifique al concursado, acreedor o acreedores proponentes para que en los tres días siguientes a la notificación pueda o puedan subsanarlo.

3. El juez rechazará la admisión a trámite cuando las adhesiones presentadas en la forma establecida en esta Ley no alcancen la proporción del pasivo exigida, cuando aprecie infracción legal en el contenido de la propuesta de convenio o en el caso de propuestas presentadas por el deudor, cuando ~~éste el deudor~~ estuviere incurso en alguna prohibición.

Justificación:

Esta enmienda es también consecuencia lógica de la propuesta de modificación del apartado 1 del artículo 104 (véase la justificación de la propuesta de modificación de dicho precepto). De acuerdo con la propuesta de modificación del artículo 113, se

reduce el porcentaje mínimo de adhesiones para seguir incentivando el convenio anticipado.

30. Modificación del apartado 1 del artículo 108 de la Ley Concursal

Redacción propuesta:

1. Desde la admisión a trámite de la propuesta anticipada de convenio y hasta dentro de los cinco días siguientes a aquél en que hubiera finalizado el plazo para la revocación de las adhesiones conforme al apartado siguiente, ~~la expiración del plazo de impugnación del inventario y de la lista de acreedores~~, cualquier acreedor podrá manifestar su adhesión a la propuesta con los requisitos y en la forma establecidos en esta Ley.

Justificación:

Esta modificación permitiría conocer a los acreedores la relevancia de su adhesión de cara al cómputo de las mayorías necesarias para la aprobación del convenio. Se pone asimismo fin al lapso de tiempo que transcurre actualmente entre la expiración del plazo de adhesiones y el recuento de votos por el letrado de la administración de justicia. Se opta en este sentido por la fecha más alejada en el tiempo, habida cuenta de lo dilatado del proceso que exigen determinados acreedores financieros para poder manifestar su adhesión a una propuesta.

31. Modificación del artículo 109 de la Ley Concursal

Redacción propuesta:

1. Dentro de los cinco días siguientes a aquel en que hubiere finalizado el plazo de ~~impugnación del inventario y de la lista de acreedores si no se hubieren presentado impugnaciones o, de haberse presentado, dentro de los cinco días siguientes a aquel en que hubiera finalizado el plazo para la revocación de las~~presentación de adhesiones, el ~~Secretario judicial~~letrado de la administración de justicia verificará si las adhesiones presentadas alcanzan la mayoría legalmente exigida. El ~~secretario~~letrado de la administración de justicia, mediante decreto, proclamará el resultado. En otro caso, dará cuenta al Juez, quien dictará auto abriendo la fase de convenio o liquidación, según corresponda.

2. Si la mayoría resultase obtenida, el juez, en los cinco días siguientes al vencimiento del plazo de oposición a la aprobación judicial del convenio previsto en el apartado 1 del artículo 128 dictará sentencia aprobatoria, salvo que se haya formulado oposición al convenio o éste sea rechazado de oficio por el juez, según lo dispuesto en los artículos 128 a 131. La sentencia pondrá fin a la fase común del concurso y, sin apertura de la fase de convenio, declarará aprobado éste con los efectos establecidos en los artículos 133 a 136.

La sentencia se notificará al concursado, a la administración concursal y a todas las partes personadas en el procedimiento, y se publicará conforme a lo previsto en los artículos 23 y 24 de esta Ley.

3. En el caso de haberse presentado varias propuestas, la verificación, proclamación del resultado y eventual aprobación judicial del convenio, comenzará, en su caso, con la propuesta anticipada de convenio presentada por el deudor en primer lugar y, sucesivamente, con las presentadas por los acreedores, por el orden que resulte de la cuantía mayor a menor del total de créditos titulados por los acreedores adheridos. Alcanzada la mayoría exigida en una propuesta, no procederá la comprobación de las restantes.

Justificación:

Esta enmienda es consecuencia lógica de las propuestas de modificación del apartado 1 del artículo 104 y del apartado 1 del artículo 108 (véase la justificación de las propuestas de dichos preceptos). Se mantiene en todo caso la prerrogativa del deudor de poner someter a la valoración de los acreedores en primer lugar su propuesta de convenio (cfr. art. 121.2 LC).

32. Introducción de un nuevo artículo 109 bis de la Ley Concursal

Redacción propuesta:

1. Para que una propuesta anticipada de convenio se considere aceptada será necesario el voto favorable del 50 por ciento del pasivo ordinario de su misma clase según el texto definitivo de la lista de acreedores.

2. Los acreedores privilegiados quedarán también vinculados a la propuesta anticipada de convenio cuando concurra el voto favorable del 50 por ciento del pasivo de su misma clase según el texto definitivo de la lista de acreedores.

3. Si al menos una de las clases afectadas por la propuesta se adhiere a la misma conforme a las mayorías establecidas en los dos apartados anteriores, el juez del concurso aprobará la propuesta y extenderá sus efectos al resto de clases afectadas, siempre que respete la regla de la prioridad absoluta establecida en el artículo 124.4 de esta ley. A los efectos de este precepto, la clase adherida no podrá ser una cuyos miembros recuperen íntegramente el valor actual de su crédito aunque sea de forma aplazada, ni una cuyos miembros no obtengan ningún tipo de recuperación bajo la propuesta.

4. Sin perjuicio de lo dispuesto en el artículo precedente, el deudor, acreedor o acreedores proponentes podrán solicitar del letrado de la administración de justicia, con la debida acreditación documental, que compruebe si las adhesiones presentadas alcanzan la mayoría legalmente exigida, con base en la lista de acreedores provisional acompañada al informe al que se refiere el artículo 74 de esta ley, en un plazo de cinco días desde la solicitud. Si así fuera el caso, se procederá conforme a lo dispuesto en el segundo apartado del artículo anterior.

5. En el supuesto del apartado anterior, si, a la vista del texto definitivo de la lista de acreedores, resulta que la propuesta no cuenta con la mayoría suficiente para su aprobación, el juez, a instancia de parte interesada y, en todo caso, oído el deudor, acreedor o acreedores proponentes, declarará la desaparición de los efectos sobre los créditos a que se refiere el artículo 136 y ordenará proceder conforme al artículo 110 de esta ley.

Justificación:

El objetivo de esta enmienda es promover la anticipación del concurso de acreedores y la presentación de propuestas anticipadas de convenio con anterioridad a la presentación del informe provisional de la administración concursal.

Con este objetivo, se proponen dos incentivos. El primero de ellos consiste en la exigencia de una mayoría inferior a la exigida por los artículos 124 y 134 de la Ley Concursal en el caso de «propuesta ordinaria». El segundo reside en facilitar la aprobación judicial del convenio cuando, a la luz de la lista de acreedores del informe

provisional, se constate que se cuenta con la mayoría necesaria para la aprobación de la propuesta. Sin perjuicio del derecho al recurso contra la sentencia que apruebe el convenio (incluyendo la suspensión cautelar de las actuaciones conforme al art. 197.6 LC), en caso de que finalmente no se cuente con la mayoría necesaria se procederá igual que cuando se ha venido constatando de ordinario que una propuesta anticipada no había alcanzado la mayoría necesaria para su aprobación.

33. Modificación del artículo 110 de la Ley Concursal

Redacción propuesta:

1. Si no procediera la aprobación del convenio, el juez requerirá de inmediato al deudor, acreedor o acreedores proponentes para que, en plazo de tres días, manifiesten si mantienen la propuesta anticipada de convenio para su sometimiento a la junta de acreedores, tienen intención de presentar una nueva, que podrá consistir en una modificación de la propuesta anticipada de convenio, o desean solicitar la liquidación.

2. Los acreedores adheridos a la propuesta anticipada que se mantenga se tendrán por presentes en la junta a efectos de quórum y sus adhesiones se contarán como votos a favor para el cómputo del resultado de la votación, a no ser que asistan a la junta de acreedores o que, con anterioridad a su celebración, conste en autos la revocación de su adhesión.

Justificación:

Se establece una excepción a la prohibición de modificación del contenido de las propuestas de convenio: no tiene sentido mantener en idénticos términos y condiciones una propuesta que no ha gozado del apoyo de los acreedores.

34. Modificación del apartado 1 del artículo 111 de la Ley Concursal

Redacción propuesta:

1. Cuando ni el concursado ni los acreedores ~~no~~ hubieren solicitado la liquidación y no haya sido aprobada ni mantenida una propuesta anticipada de convenio conforme a lo establecido en la sección precedente, siempre que se hubiera puesto de manifiesto la intención de presentar una nueva propuesta de convenio, el Juez, dentro de los

quince días siguientes a la expiración del plazo de impugnación del inventario y de la lista de acreedores si no se hubiesen presentado impugnaciones o, de haberse presentado, a la fecha en que se pongan de manifiesto en la Oficina Judicial los textos definitivos de aquellos documentos, dictará auto poniendo fin a la fase común del concurso, abriendo la fase de convenio y ordenando la formación de la sección quinta.

Justificación:

La apertura de oficio de la fase de convenio ante la falta de solicitud de la liquidación del deudor (arts. 111.1 y 142.1 LC) no obedece al fomento de la continuidad de la actividad empresarial en beneficio de la función solutoria del concurso cuando el deudor es económicamente viable. Los acreedores pueden no estar dispuestos a que la empresa siga gestionada por las mismas personas que la han llevado a su situación de insolvencia, prefiriendo que sea enajenada, como unidad económica en funcionamiento, a favor de otro adjudicatario y cobrar del precio obtenido. En estos casos, la prolongación del procedimiento concursal no beneficia a ninguna de las partes. Esta propuesta de modificación debe ser analizada conjuntamente con la sugerida respecto al artículo 142 de la Ley Concursal. Por otra parte, la apertura por defecto de la fase de convenio debería restringirse a los supuestos donde se manifieste la intención de formular una nueva propuesta de convenio (o de mantener la propuesta anticipada).

35. Modificación del artículo 113 de la Ley Concursal

Redacción propuesta:

1. Transcurrido el plazo de presentación de propuestas anticipadas de convenio y hasta cuarenta días antes de la fecha señalada para la celebración de la junta de acreedores, y siempre que no se hubiera declarado la apertura de la fase de liquidación, el concursado o los acreedores cuyos créditos consten en el concurso y superen, conjunta o individualmente, una décima parte del pasivo ordinario podrán presentar una propuesta de convenio ante el juez del concurso. ~~comunicación de créditos y hasta la finalización del plazo de impugnación del inventario y de la lista de acreedores si no se hubiesen presentado impugnaciones o, de haberse presentado, hasta la fecha en que se pongan de manifiesto en la Oficina judicial los textos definitivos de aquellos documentos, podrá presentar ante el Juzgado que tramite el concurso propuesta de convenio el concursado que no hubiere presentado propuesta anticipada ni tuviere solicitada la liquidación. También podrán hacerlo los acreedores~~

~~cuyos créditos consten en el concurso y superen, conjunta o individualmente, una quinta parte del total pasivo resultante de la lista definitiva de acreedores, salvo que el concursado tuviere solicitada la liquidación.~~

~~2. Cuando no hubiere sido presentada ninguna propuesta de convenio conforme a lo previsto en el apartado anterior ni se hubiese solicitado la liquidación por el concursado, éste y los acreedores cuyos créditos superen, conjunta o individualmente, una quinta parte del total pasivo resultante de la lista definitiva podrán presentar propuestas de convenio desde la convocatoria de la junta hasta cuarenta días antes de la fecha señalada para su celebración.~~

Justificación:

En consonancia con las propuestas anteriores, la facultad de presentar propuestas de convenio se simplifica, de modo que cualquier legitimado puede hacerlo hasta cuarenta días antes de la fecha señalada para la celebración de la junta de acreedores. Se reduce el porcentaje mínimo de adhesiones para favorecer la concurrencia de propuestas de convenio competidoras (lo que adquiere importancia cuando la aprobación del convenio vaya a conllevar un cambio de control sobre el deudor o la empresa).

36. Modificación del artículo 114 de la Ley Concursal

Redacción propuesta:

1. Dentro de los cinco días siguientes a su presentación, el Juez admitirá a trámite las propuestas de convenio si cumplen las condiciones de tiempo, forma y contenido establecidas en esta Ley. De apreciar algún defecto, dentro del mismo plazo dispondrá que se notifique al concursado o, en su caso, a los acreedores para que, en los tres días siguientes a la notificación, puedan subsanarlo. ~~Si estuviese solicitada la liquidación por el concursado, el Secretario judicial rechazará la admisión a trámite de cualquier propuesta.~~

2. Una vez admitidas a trámite, ~~no~~ podrán revocarse ~~ni~~ o modificarse las propuestas de convenio hasta diez días antes de la fecha señalada para la celebración de la junta de acreedores.

3. No habiéndose presentado dentro del plazo legal que fija el artículo anterior ninguna propuesta de convenio, o no habiéndose admitido ninguna de las propuestas una vez transcurrido el plazo para su subsanación, el juez, de oficio, acordará la apertura de la fase de liquidación, en los términos previstos en el artículo 143.

Justificación:

El artículo 142 de la Ley Concursal reconoce la facultad del concursado de pedir la apertura de la fase de liquidación en cualquier momento, por lo que la oración suprimida en el primer apartado del precepto ha quedado vacía de contenido. Véase en todo caso la propuesta de enmienda de los artículos 128 y 142.

Por otro lado, se flexibiliza la prohibición de retirar o modificar la propuesta de convenio, con tal de que se haga en un plazo de diez días anterior a la celebración de la junta, con lo que, sin perjuicio de la prohibición de derecho de voto de las personas especialmente relacionadas con el deudor (art. 122.1 LC) se orillan los riesgos a los que atiende dicha prohibición.

37. Modificación del artículo 122 de la Ley Concursal

Redacción propuesta:

1. ~~No tendrán derecho de voto en la junta. Los socios y los titulares de créditos subordinados incluidas, en particular,~~ las personas especialmente relacionadas; en concreto, aquéllas que hubiesen adquirido su crédito por actos entre vivos después de la declaración de concurso, deberán formar clase separada a los efectos de los artículos 100.6 y 124 de esta ley.

2. El ~~voto de un~~ acreedor que, simultáneamente, sea titular de créditos privilegiados y ordinarios, podrá formar parte de la clase oportunamente establecida conforme al artículo 100.6 de esta ley ~~se presumirá emitido en relación a estos últimos y sólo afectará a los privilegiados si así se hubiere manifestado expresamente en el acto de votación.~~

Justificación:

Concordancia con la propuesta de introducción de un nuevo apartado 6 en el artículo 100 de la Ley Concursal (clase separada formada por los socios, conforme a la

posibilidad que establece el art. 12 de la Propuesta de Directiva de 22.XI.2016). A estos efectos, la referencia a “socios” deberá entenderse referida a los derechos económicos asociados a su participación en el capital social. Los derechos de crédito serán ordinarios o subordinados, conforme a los artículos 92.5º y 93 de la Ley Concursal.

Por otro lado, se equipara el tratamiento de los créditos subordinados (distintos de los titulados por personas especialmente relacionadas) al régimen de la homologación.

Nótese que el reconocimiento de derecho de voto no altera las normas de prelación crediticia. En la medida en que la asignación de derechos económicos en la sociedad reestructurada conforme al convenio deberá ser respetuosa con las normas de prelación crediticia, cabe reconocer derecho de voto incluso a las personas especialmente relacionadas y a los socios en su condición de tales. Una vez que el convenio se rige por las reglas de prelación crediticia, atendiendo a la valoración de la empresa, la privación del derecho de voto pierde relevancia. Otra cosa es que una clase formada por socios o personas especialmente relacionadas no pueda solicitar la extensión de los efectos de la propuesta al resto de clases disidentes (véase las propuestas de modificación de los arts. 124, 128 y 134 LC).

38. Modificación del artículo 124 de la Ley Concursal e introducción de un nuevo apartado 4

Redacción propuesta:

1. Para que una propuesta de convenio se considere aceptada por la junta serán necesarias las siguientes mayorías en el seno de cada una de las clases afectadas:

a) El 50 por ciento del pasivo ~~ordinario~~, cuando la propuesta de convenio contenga quitas iguales o inferiores a la mitad del importe del crédito; esperas, ya sean de principal, de intereses o de cualquier otra cantidad adeudada, con un plazo no superior a cinco años; o, en el caso de acreedores distintos de los públicos o los laborales, la conversión de deuda en préstamos participativos durante el mismo plazo.

No obstante lo dispuesto en el párrafo anterior, cuando la propuesta consista en el pago íntegro de los créditos ~~ordinarios~~ en plazo no superior a tres años o

en el pago inmediato de los créditos ordinarios vencidos con quita inferior al veinte por ciento, será suficiente que vote a su favor una porción del pasivo superior a la que vote en contra. A estos efectos, en los supuestos de propuesta anticipada y de tramitación escrita, los acreedores deberán, en su caso, manifestar su voto en contra con los mismos requisitos previstos para las adhesiones en el artículo 103 y en los plazos, según sea el caso, de los artículos 108 y 115 bis.

b) El 65 por ciento del pasivo ~~ordinario~~, cuando la propuesta de convenio contenga esperas con un plazo de más de cinco años, pero en ningún caso superior a diezveinte; quitas superiores a la mitad del importe del crédito, y, en el caso de acreedores distintos de los públicos o los laborales, la conversión de deuda en préstamos participativos por el mismo plazo y a las demás medidas previstas en el artículo 100.

2. A efectos del cómputo de las mayorías previstas en el apartado anterior, se consideran incluidos en el pasivo ~~ordinario del concurso~~ de la clase correspondiente los acreedores privilegiados que voten a favor de la propuesta.

3. Se entenderá que votan a favor de la propuesta las clases cuyos miembros cobren íntegramente el valor actual de su crédito, aunque sea de forma aplazada. Las clases cuyos miembros no obtengan ningún tipo de recuperación se entenderá que votan en contra de la propuesta. ~~La aprobación del convenio implicará la extensión de sus efectos a los acreedores ordinarios y subordinados que no hubieran votado a favor, sin perjuicio de lo dispuesto en el artículo 134. Si no se alcanzaren las mayorías exigidas se entenderá que el convenio sometido a votación queda rechazado.~~

4. El juez del concurso extenderá los efectos de la propuesta de convenio sobre todas las clases afectadas cuando, aun no reuniéndose las mayorías de este artículo o del artículo 134 respecto a todas las clases afectadas, al menos una se haya adherido a la propuesta y se respete la regla de prioridad absoluta.

Los miembros de esta clase, que no podrá ser una de las formadas por socios o personas especialmente relacionadas conforme al artículo 122.1, deberán obtener algún tipo de recuperación conforme a la propuesta, si bien soportando quitas explícitas o implícitas.

Salvo prueba en contrario, la propuesta de convenio cumplirá la regla de prioridad absoluta si observa los siguientes principios, atendiendo a la valoración de la empresa conforme al principio de empresa en funcionamiento que conste en la propuesta:

- a) Para las clases de acreedores con privilegio especial, la recuperación de los acreedores, incluso con la suscripción de acciones o asunción de participaciones en la sociedad o en el asunto, deberá ser, al menos, equivalente al valor de la garantía en el momento de la aprobación de la propuesta de convenio.
- b) Para las clases de acreedores con privilegio general, la recuperación de los acreedores, incluso con la suscripción de acciones o asunción de participaciones en la sociedad o en el asunto, deberá ser, al menos, equivalente al valor del crédito reconocido en la lista de acreedores, salvo que ni los acreedores de posterior prelación conforme a los artículos 89, 91 y 92 ni los socios obtengan ningún tipo de recuperación conforme a la propuesta.
- c) Para las clases de acreedores ordinarios, la recuperación de los acreedores, incluso con la suscripción de acciones o asunción de participaciones en la sociedad o en el asunto, deberá ser, al menos, equivalente al valor del crédito reconocido en la lista de acreedores, salvo que ni los acreedores subordinados ni los socios obtengan ningún tipo de recuperación conforme a la propuesta.
- d) Para las clases de acreedores subordinados, la recuperación de los acreedores, incluso con la suscripción de acciones o asunción de participaciones en la sociedad o en el asunto, deberá ser, al menos, equivalente al valor del crédito reconocido en la lista de acreedores, salvo que ni los acreedores de posterior prelación conforme al artículo 92 ni los socios obtengan ningún tipo de recuperación conforme a la propuesta.
- e) Para las clases de socios, accionistas y titulares de otros valores no clasificables en las letras anteriores, la recuperación en términos de acciones, participaciones u otro tipo de valores en la sociedad o en el asunto, deberá ser, al menos, equivalente al valor de sus acciones, participaciones o valores en el momento de la aprobación del convenio.

Justificación:

Adaptación de las reglas de la aprobación del convenio a la Propuesta de Directiva de 22.XI.2016. En el caso de aprobación por todas las clases afectadas, no hay una mayoría global que se deba alcanzar, sino que cada clase debe aprobar el plan conforme a la mayoría interna oportuna. La regla del crédito sindicado (art. 121.4.III LC) puede mantenerse, con la diferencia de que, ahora, se entenderá que el sindicado vota a favor de la mayoría interna de la clase en cuestión.

Para evitar conductas abusivas, se establece la adhesión *ex lege* de las clases que recuperen íntegramente el valor actual de su crédito, incluso de forma aplazada (lo que exigirá aumentar el importe de los pagos futuros si el tipo de interés es positivo). Por esta misma razón, se extiende el plazo de esperas hasta un máximo de veinte años. A la inversa, se establece el voto en contra de las clases cuyos miembros no obtengan ningún tipo de recuperación bajo la propuesta.

En caso de que se solicite la aprobación judicial de la propuesta y su extensión a clases enteras disidentes, se regula la «*absolute priority rule*» contemplada en los artículos 2(10), 11.1.(c), 12.2 y 13.2, así como en los apartados 28, 29 y 30 del preámbulo de la Propuesta de Directiva de 22.XI.2016. El modelo que se ha seguido es el de la sección 1129(b) del *Chapter 11* del U.S. *Bankruptcy Code*.

La función del actual artículo 124.2 de la Ley Concursal podría lograrse mediante el mecanismo de extensión de efectos entre clases. Si los acreedores con privilegio acordasen la quita oportuna en el seno de su clase, podrían extender esos mismos efectos (e incluso otros peores, dependiendo de la valoración de la empresa) a las clases de créditos ordinarios. No obstante, se mantiene la previsión para el caso de que la clase de acreedores privilegiados no se adhiriera a la propuesta (sin perjuicio de las posibilidades que en este ámbito ofrecen las normas de formación de clases).

39. Modificación del artículo 128 de la Ley Concursal

Redacción propuesta:

1. Podrá formularse oposición a la aprobación judicial del convenio en el plazo de diez días, contado desde el siguiente a la fecha en que el **Secretario judicialletrado de la administración de justicia** haya verificado que las adhesiones presentadas alcanzan la mayoría legal para la aceptación del convenio, en el caso de propuesta anticipada

o tramitación escrita, o desde la fecha de conclusión de la junta, en el caso de que en ella se acepte una propuesta de convenio.

Estarán activamente legitimadas para formular dicha oposición la administración concursal. También lo estarán, los acreedores no asistentes a la junta, los que en ella hubieran sido ilegítimamente privados del voto y los que hubieran votado en contra de la propuesta de convenio aceptada por mayoría, así como, en caso de propuesta anticipada de convenio o tramitación escrita, quienes no se hubiesen adherido a ella.

La oposición ~~sólo~~ podrá fundarse en la infracción de las normas que esta Ley establece sobre el contenido del convenio, la formación de clases, la forma y el contenido de las adhesiones, las reglas sobre tramitación escrita, la constitución de la junta o su celebración. No procederá la oposición, cuando la invalidez de la formación de clases o de las adhesiones o los votos no sea determinante para la aprobación de la propuesta de convenio.

Se consideran incluidos entre los motivos de infracción legal a que se refiere el párrafo anterior aquellos supuestos en que la adhesión o adhesiones decisivas para la aprobación de una propuesta anticipada de convenio o tramitación escrita, o, en su caso, el voto o votos decisivos para la aceptación del convenio por la junta, hubieren sido emitidos por quien no fuere titular legítimo del crédito u obtenidos mediante maniobras que afecten a la paridad de trato entre los acreedores ordinarios, o por quien incurriera en una situación de conflicto de interés no meramente posicional, cuando sea determinante para la aprobación de la propuesta de convenio. En este último caso, corresponderá al acreedor conflictuado la carga de la prueba respecto a la conformidad del convenio con el mejor interés de los acreedores no conflictuados que resultaran vinculados por el mismo.

Excepto cuando se alegue que no se reúnen las mayorías precisas para la aprobación de la propuesta, incluidos los casos del párrafo anterior, los acreedores o socios impugnantes deberán acreditar que obtendrían una recuperación superior en caso de apertura inmediata de la fase de liquidación, conforme a la enajenación de la unidad productiva o la realización individualizada de los bienes y derechos del deudor.

2. La administración concursal y los acreedores mencionados en el apartado anterior que, individualmente o agrupados, sean titulares, al menos, del cinco por ciento de los créditos ordinarios, o, en su caso, de los privilegiados, podrán además oponerse a la aprobación judicial del convenio cuando acrediten que el cumplimiento de éste sea

objetivamente inviable, siempre que, en el caso de los acreedores, acrediten que obtendrían una recuperación superior en caso de apertura inmediata de la fase de liquidación, conforme a la enajenación de la unidad productiva o la realización individualizada de los bienes y derechos del deudor.

Las clases afectadas que no se hayan adherido a la propuesta de convenio, incluidas aquéllas cuyos miembros sean socios o personas especialmente relacionadas conforme al artículo 122.1, podrán oponerse a la aprobación judicial del convenio con base en la valoración de la empresa o la inobservancia de la regla de la prioridad absoluta del artículo 124.4 de esta ley.

Cualquier acreedor disidente o socio podrá también oponerse a la aprobación judicial del convenio cuando acredite que la recuperación que obtendría en caso de apertura inmediata de la fase de liquidación es superior a la que le corresponde conforme a la propuesta de convenio.

3. Dentro del mismo plazo, el concursado que no hubiere formulado la propuesta de convenio aceptada por los acreedores ni le hubiere prestado conformidad podrá oponerse a la aprobación del convenio por cualquiera de las causas previstas en el apartado 1 o solicitar la apertura de la fase de liquidación, salvo que se trate, en este último caso, de una propuesta de convenio con el contenido previsto en el párrafo tercero del apartado 2 del artículo 100 de esta ley o que conlleve un cambio de control en la sociedad concursada de conformidad con el artículo 42 del Código de Comercio. En otro caso quedará sujeto al convenio que resulte aprobado.

4. Salvo en el supuesto previsto en el último párrafo del apartado 1, no podrá formularse oposición fundada en infracción legal en la constitución o en la celebración de la junta por quien, habiendo asistido a ésta, no la hubiese denunciado en el momento de su comisión, o, de ser anterior a la constitución de la junta, en el de declararse constituida.

Justificación:

El derecho de libertad de empresa que proclama el artículo 38 de la Constitución impide que los acreedores puedan imponer al deudor un convenio que le suponga mantener la actividad empresarial para facilitar la recuperación del crédito de dichos acreedores. Frente a ello, el deudor tiene derecho a pedir la apertura de la fase de liquidación, lo que, además de conllevar la pérdida de la titularidad de la empresa

que (legítimamente) no quiere seguir gestionando en interés de sus acreedores, permitirá la satisfacción de los créditos de sus acreedores mediante la distribución del producto obtenido como consecuencia de la realización del activo. Sin embargo, el derecho a la libertad de empresa no se ve afectado si la propuesta de convenio prevé la transmisión de la empresa a favor de un tercero (incluido un acreedor), que, además de pagar las deudas del deudor de conformidad con dicho convenio, se obliga también a mantener la continuidad de la actividad empresarial. Tampoco se ve afectado si se opera un cambio de control en la sociedad concursada. Además, el actual artículo 128.3 se compadece mal con el espíritu de la reforma acometida por la Ley 17/2014, de 30 de septiembre, por la que se adoptan medidas urgentes en materia de refinanciación y reestructuración de deuda empresarial (BOE de 1 de octubre).

Por otra parte, se propone la introducción del conocido como «*best-interests test*» en derecho comparado, que ha sido asimismo promovido por la Recomendación de la Comisión de la Unión Europea de 12.III.2014 y los artículos 2(9), 10.2(b), 11.1(a), 13.1 y 15.4 de la Propuesta de Directiva de 22.XI.2016, y que garantiza a la minoría disidente (y a los socios) que la solución convencional no es sub-óptima o expropiatoria frente a la que resultaría de la liquidación inmediata de la empresa.

A la inversa, se propone introducir una carga a los acreedores que se opongan a la aprobación judicial del convenio (salvo cuando se basen en la ausencia de las mayorías exigidas para su aprobación): la acreditación de que obtendrían una recuperación superior en caso de apertura inmediata de la fase de liquidación (bien conforme a la enajenación de la empresa como unidad económica en funcionamiento o la realización individualizada de los bienes y derechos).

Asimismo, se introduce el «test de resistencia» del artículo 204.3 d) de la Ley de Sociedades de Capital (pero sin tratarlo como una cuestión incidental de previo pronunciamiento *ex art. 390 LEC* a efectos de no dilatar el proceso).

También se introduce una nueva causa de oposición a la aprobación del convenio acorde con la introducción de la «*absolute priority rule*» en el (propuesto) nuevo apartado cuarto del artículo 124 de la Ley, conforme a los artículos 2(19), 11, 12.2 y 13.2, así como de los apartados 28, 29 y 30 del preámbulo de la Propuesta de Directiva de 22.XI.2016.

Finalmente, se propone establecer un mecanismo adicional para tratar conflictos de interés que excedan del ámbito de aplicación de la regla de la doble mayoría del artículo 125 de la Ley Concursal, según se ha expuesto en este trabajo.

40. Modificación del artículo 134 de la Ley Concursal e introducción de un nuevo apartado 4

Redacción propuesta:

1. El contenido del convenio vinculará al deudor y a las clases de los acreedores ordinarios y subordinados que se hayan adherido o se les haya extendido judicialmente los efectos de la propuesta, respecto de los créditos que fuesen anteriores a la declaración de concurso, aunque, por cualquier causa, no hubiesen sido reconocidos.

~~Los acreedores subordinados quedarán afectados por las mismas quitas y esperas establecidas en el convenio para los ordinarios, pero los plazos de espera se computarán a partir del íntegro cumplimiento del convenio respecto de estos últimos. Queda a salvo su facultad de aceptar, conforme a lo previsto en el artículo 102, propuestas alternativas de conversión de sus créditos en acciones, participaciones o cuotas sociales, o en créditos participativos.~~

[...]

4. Cuando la propuesta de convenio judicialmente aprobada contemple modificaciones estatutarias o modificaciones estructurales que requieran la adopción de los correspondientes acuerdos sociales, o la actuación del órgano de administración no colegiado, los acreedores titulares, al menos, del tres por ciento de los créditos ordinarios, o, en su caso, de los privilegiados, podrán, transcurridos tres meses ante la manifiesta inactividad de los órganos sociales o, en todo caso, transcurridos seis meses, solicitar del juez del concurso el dictado del correspondiente auto teniendo por emitida la declaración de voluntad de la sociedad en los términos previstos en el artículo 708 de la Ley de Enjuiciamiento Civil. A estos efectos, la sentencia de aprobación del convenio será título suficiente para ejercitar dicha acción ejecutiva.

Justificación:

Salvo que los acreedores ordinarios consientan expresamente, los acreedores subordinados no deberían cobrar nada hasta que aquellos hayan satisfecho íntegramente su derecho de crédito. Y si el valor de la empresa es insuficiente para pagar a los subordinados, está justificado que no puedan obtener el mismo trato (ni siquiera postergado) que los acreedores ordinarios.

Por otra parte, la solicitud de la apertura de liquidación no debería ser el único remedio a disposición de los acreedores ante la falta de cumplimiento del convenio, cuando no es consecuencia de la imposibilidad de atender los pagos o de la renovada situación de insolvencia (art. 142.2 LC). Debería habilitarse la posibilidad de ejercitar una acción encaminada a obtener la declaración de voluntad de la sociedad. Esta posibilidad aparece recogida en la Propuesta de Directiva de 22.XI.2016 (apartado 44 del preámbulo y arts. 12.1 y 32).

41. Introducción de un nuevo artículo 141 bis de la Ley Concursal

Redacción propuesta:

1. Estarán legitimados para presentar una propuesta de modificación de convenio el deudor o cualquiera de los acreedores vinculados por la eficacia del convenio que acredite la existencia de alguno de los hechos que pueden fundamentar la declaración de concurso necesario según lo dispuesto en el artículo 2.4 de esta Ley. Las condiciones para la admisión a trámite y aprobación judicial de la propuesta de modificación de convenio deberán cumplir con lo dispuesto en el Capítulo I, sin perjuicio de lo establecido en los apartados siguientes. En todo caso, el proponente deberá justificar que los acreedores obtendrán una mayor recuperación de su crédito, conforme al contenido de la propuesta, que si se abriera de forma inmediata la fase de liquidación concursal, ya sea mediante la enajenación de la empresa como unidad económica en funcionamiento o mediante la realización individual de los bienes y derechos del deudor.

2. Los acreedores titulares de créditos contra la masa sólo quedarán vinculados por el contenido de la propuesta de novación del convenio si hubieren votado a favor de la propuesta o si su firma o adhesión a aquélla se hubiere computado como voto favorable. Además, podrán vincularse a la propuesta de novación de convenio ya aceptada por los acreedores o aprobada por el juez, mediante adhesión prestada en

forma antes de la declaración judicial de su cumplimiento, en cuyo caso quedarán afectados por la novación.

3. Sin perjuicio de lo dispuesto en el apartado anterior, los acreedores titulares de créditos contra la masa quedarán también vinculados por la propuesta de novación del convenio, cuando concurren las siguientes mayorías de acreedores de su misma clase, según definición del artículo 94.2 de esta ley:

a) Si hubiera votado a favor de la propuesta, al menos, un 60 por ciento de los créditos contra la masa, quedarán sometidos a las quitas iguales o inferiores a la mitad del importe del crédito; a las esperas, ya sean de principal, de intereses o de cualquier otra cantidad adeudada, con un plazo no superior a cinco años; o, en el caso de acreedores distintos de los públicos o los laborales, a la conversión de deuda en préstamos participativos durante el mismo plazo.

No obstante lo dispuesto en el párrafo anterior, cuando la propuesta consista en el pago íntegro de los créditos contra la masa en plazo no superior a tres años o en el pago inmediato de los créditos contra la masa vencidos con quita inferior al veinte por ciento, será suficiente que vote a su favor una porción de los créditos contra la masa superior a la que vote en contra.

b) Si hubiera votado a favor de la propuesta, al menos, un 75 por ciento de los créditos contra la masa, quedarán sometidos a las esperas con un plazo de más de cinco años, pero en ningún caso superior a diez; a las quitas superiores a la mitad del importe del crédito, y, en el caso de acreedores distintos de los públicos o los laborales, a la conversión de deuda en préstamos participativos por el mismo plazo y a las demás medidas previstas en el artículo 100 de esta Ley.

Justificación:

La finalidad de esta propuesta es permitir la novación y refinanciación de convenios concursales, para adaptar el plan de viabilidad y el plan de pagos a las nuevas circunstancias económicas sobrevenidas del deudor. Esta medida es necesaria dada la expiración del régimen de la disposición transitoria tercera de la Ley 9/2015, de 25 de mayo, de medidas urgentes en materia concursal (BOE del 26 de mayo).

Se exige en todo caso el «*best-interests test*», por lo que los acreedores concursales no pueden resultar perjudicados por esta medida. Las normas aplicables a la

refinanciación del convenio serán las mismas que gobiernan su admisión a trámite y aprobación judicial.

La novedad estriba en la posibilidad de refinanciar los créditos contra la masa, con lo que se superan los problemas que en este ámbito plantea la situación que doctrinalmente se ha caracterizado como «concurso latente».

42. Modificación del artículo 142 de la Ley Concursal

Redacción propuesta:

1. El deudor o los acreedores que titulen al menos el 20 por 100 de los créditos ordinarios podrán pedir la liquidación en cualquier momento anterior a la aprobación judicial del convenio, sin perjuicio del deber que establece el apartado 2 de este artículo. Habiéndose presentado una propuesta de convenio con el contenido previsto en el párrafo tercero del apartado 2 del artículo 100 de esta Ley o que conlleve un cambio de control en la sociedad concursada de conformidad con el artículo 42 del Código de Comercio, el deudor deberá justificar su petición atendiendo, por este orden, a la satisfacción del interés de los acreedores, la continuidad de la actividad empresarial y el mantenimiento de los puestos de trabajo.

En todo caso, se dará traslado de la petición, según corresponda, al deudor, a la administración concursal y a los acreedores personados para que, en el plazo de cinco días, realicen las observaciones que tengan por oportunas a propósito de la solicitud de apertura de la fase de liquidación. El juez, previa vista, en su caso, deberá dictar auto en los cinco días siguientes por el que se acuerde o se deniegue la apertura de la fase de liquidación, atendiendo, por este orden, a la satisfacción del interés de los acreedores, la continuidad de la actividad empresarial y el mantenimiento de los puestos de trabajo.

~~Dentro de los diez días siguientes a la solicitud el juez dictará auto abriendo la fase de liquidación.~~

2. El deudor deberá pedir la liquidación cuando, durante la vigencia del convenio, y siempre que no se dé el supuesto del artículo 134.4 de esta Ley, conozca la imposibilidad de cumplir los pagos comprometidos y las obligaciones contraídas con posterioridad a la aprobación de aquél. Presentada la solicitud, el juez dictará auto abriendo la fase de liquidación. El deber de los administradores conforme a los

artículos 363.1.e), 365 y 366 de la Ley de Sociedades de Capital quedará en suspenso durante la vigencia del convenio. Durante este mismo periodo, no se admitirá a trámite la solicitud de liquidación a instancias del deudor con base en el acuerdo de disolución adoptado por la junta general o las instrucciones impartidas al órgano de administración. Tampoco se admitirán a trámite las solicitudes de liquidación a instancias de los acreedores durante este periodo, salvo en el supuesto del párrafo siguiente.

Si el deudor no solicitara la liquidación durante la vigencia del convenio, podrá hacerlo cualquier acreedor que acredite la existencia de alguno de los hechos que pueden fundamentar una declaración de concurso según lo dispuesto en el artículo 2.4. Se dará a la solicitud el trámite previsto en los artículos 15 y 19 y resolverá el juez mediante auto si procede o no abrir la liquidación.

3. En caso de cese de la actividad profesional o empresarial, la administración concursal y los acreedores, conforme a lo establecido en el artículo 54.4 de esta Ley, podrán solicitar la apertura de la fase de liquidación. De la solicitud se dará traslado al deudor por plazo de tres días. El juez resolverá sobre la solicitud mediante auto dentro de los cinco días siguientes.

Justificación:

Se mantiene en todo caso la facultad del deudor de pedir la apertura de la fase de liquidación en cualquier momento del procedimiento. Ahora bien, en consonancia con la justificación de la enmienda propuesta en relación con el artículo 128 de la Ley Concursal (al cual cabe hacer la remisión oportuna), el deudor debe cumplir con una carga en caso de que se hubiera presentado una propuesta de convenio de asunción. Puesto que en este caso no resulta de aplicación el derecho constitucional a la libertad de empresa (cfr. art. 38 CE), el deudor ha de acreditar que la apertura de la fase de liquidación resulta más beneficiosa para los intereses del concurso que la aprobación del convenio de asunción. En todo caso, esta previsión se compadece con el principio de que el derecho societario no debería impedir la restructuración de la empresa en crisis conforme al derecho de la insolvencia (véase los apartados 29 y 44 del preámbulo, así como el artículo 12 de la Propuesta de Directiva de 22.XI.2016).

Por otro lado, se propone introducir la legitimación subsidiaria de los acreedores para solicitar la apertura de la fase de liquidación cuando la administración concursal no lo haga en caso de cese de la actividad profesional o empresarial. Esta norma, que no

es novedosa en nuestro derecho de la insolvencia, es conveniente para evitar la dilatación en la tramitación de ciertos procedimientos, donde la posible responsabilidad de la administración concursal no supone un remedio adecuado para el daño sufrido por los acreedores. También se introduce la legitimación principal de los acreedores para pedir la liquidación, sin perjuicio del derecho del deudor y del resto de partes personadas para realizar las alegaciones oportunas.

Finalmente, se propone suspender la exigibilidad de los deberes de los administradores ante situaciones de desbalance patrimonial, así como limitar la facultad de la junta general de acordar la disolución de la sociedad o de impartir instrucciones para la solicitud de la apertura de la fase de liquidación durante la vigencia del convenio.

43. Introducción de un nuevo apartado 5 en el artículo 146 bis de la Ley Concursal

Redacción propuesta:

5. En caso de resultar adjudicatarios de la unidad productiva, los acreedores únicamente podrán pagar por compensación la parte del precio que les correspondería cobrar de conformidad con las reglas imperativas de pagos de los artículos 149 y 154 y siguientes de esta ley.

Justificación:

La posibilidad de compensación propuesta no altera el principio de paridad de trato, porque los acreedores no pujan con su crédito, compensando el nominal de éste. La compensación alcanza a la parte que les correspondería de la distribución del precio. De este modo, los acreedores evitan el coste de oportunidad de tener que obtener financiación ajena para pagarse a sí mismos. En estos casos, además, no se da una situación de conflicto de interés transaccional, sino meramente posicional, por lo que no hay riesgo de expropiación del resto de acreedores.

44. Modificación del apartado 1 del artículo 164 de la Ley Concursal

Redacción propuesta:

1. El concurso se calificará como culpable cuando en la generación o agravación del estado de insolvencia hubiera mediado dolo o culpa grave del deudor o, si los tuviere, de sus representantes legales y, en caso de persona jurídica, de sus administradores o liquidadores, de hecho y de derecho, apoderados generales, de quienes hubieren tenido cualquiera de estas condiciones dentro de los dos años anteriores a la fecha de declaración del concurso, ~~así como de sus socios conforme a lo dispuesto en el artículo 165.2.~~

Justificación:

Conforme a lo establecido en este trabajo, se propone suprimir la nueva presunción de culpabilidad y la posibilidad de considerar a los socios como «persona afectada por la calificación». Este régimen de responsabilidad *ex post* es una solución inidónea para abordar el conflicto de interés que puede tener lugar entre socios y acreedores en situaciones de insolvencia. Por otra parte, además de ser poco respetuosa con el principio de la autonomía de la voluntad (art. 1255 CC), es una medida susceptible de crear inseguridad jurídica, en la medida en que supone una excepción al sistema de gobierno corporativo del derecho de sociedades, a pesar de que la sociedad no se halla declarada en concurso.

45. Modificación del artículo 165 de la Ley Concursal

Redacción propuesta:

1. El concurso se presume culpable, salvo prueba en contrario, cuando el deudor o, en su caso, sus representantes legales, administradores o liquidadores:

~~1.º Hubieran incumplido el deber de solicitar la declaración del concurso.~~

~~1.º~~ Hubieran incumplido el deber de colaboración con el juez del concurso y la administración concursal o no les hubieran facilitado la información necesaria o conveniente para el interés del concurso o no hubiesen asistido, por sí o por medio de apoderado, a la junta de acreedores, siempre que su participación hubiera sido determinante para la adopción del convenio.

~~23.º~~ Si el deudor estuviera obligado legalmente a la llevanza de contabilidad y no hubiera formulado las cuentas anuales, no las hubiera sometido a auditoría, debiendo hacerlo, o, una vez aprobadas, no las hubiera depositado en el Registro Mercantil o en el registro correspondiente, en alguno de los tres últimos ejercicios anteriores a la declaración de concurso.

~~2. El concurso se presume culpable, salvo prueba en contrario, cuando los socios o administradores se hubiesen negado sin causa razonable a la capitalización de créditos o una emisión de valores o instrumentos convertibles y ello hubiera frustrado la consecución de un acuerdo de refinanciación de los previstos en el artículo 71 bis.1 o en la disposición adicional cuarta o de un acuerdo extrajudicial de pagos. A estos efectos, se presumirá que la capitalización obedece a una causa razonable cuando así se declare mediante informe emitido, con anterioridad a la negativa del deudor, por experto independiente nombrado de conformidad con lo dispuesto por el artículo 71 bis.4. Si hubiere más de un informe, deberán coincidir en tal apreciación la mayoría de los informes emitidos.~~

~~En todo caso, para que la negativa a su aprobación determine la culpabilidad del concurso, el acuerdo propuesto deberá reconocer en favor de los socios del deudor un derecho de adquisición preferente sobre las acciones, participaciones, valores o instrumentos convertibles suscritos por los acreedores, a resultas de la capitalización o emisión propuesta, en caso de enajenación ulterior de los mismos. No obstante, el acuerdo propuesto podrá excluir el derecho de adquisición preferente en las transmisiones realizadas por el acreedor a una sociedad de su mismo grupo o a cualquier entidad, que tenga por objeto la tenencia y administración de participaciones en el capital de otras entidades con tal de que sea de su grupo o que esté participada por el acreedor. En cualquier caso, se entenderá por enajenación la realizada en favor de un tercero por el propio acreedor o por las sociedades o entidades a que se refiere el inciso anterior.~~

Justificación:

En consonancia con la propuesta de reforma de los artículos 5 y 164 de la Ley Concursal.

46. Modificación del artículo 172 de la Ley Concursal

1. La sentencia declarará el concurso como fortuito o como culpable. Si lo calificara como culpable, expresará la causa o causas en que se fundamente la calificación.

2. La sentencia que califique el concurso como culpable contendrá, además, los siguientes pronunciamientos:

1.º La determinación de las personas afectadas por la calificación, así como, en su caso, la de las declaradas cómplices. En caso de persona jurídica, podrán ser considerados personas afectadas por la calificación los administradores o liquidadores, de hecho o de derecho, apoderados generales, y quienes hubieren tenido cualquiera de estas condiciones dentro de los dos años anteriores a la fecha de la declaración de concurso, ~~así como los socios que se hubiesen negado sin causa razonable a la capitalización de créditos o una emisión de valores o instrumentos convertibles en los términos previstos en el artículo 165.2, en función de su grado de contribución a la formación de la mayoría necesaria para el rechazo del acuerdo~~. Si alguna de las personas afectadas lo fuera como administrador o liquidador de hecho, la sentencia deberá motivar la atribución de esa condición.

~~La presunción contenida en el artículo 165.2 no resultará de aplicación a los administradores que hubieran recomendado la recapitalización basada en causa razonable, aun cuando ésta fuera posteriormente rechazada por los socios.~~

2.º La inhabilitación de las personas afectadas por la calificación para administrar los bienes ajenos durante un período de dos a quince años, así como para representar a cualquier persona durante el mismo período, atendiendo, en todo caso, a la gravedad de los hechos y a la entidad del perjuicio, así como la declaración culpable en otros concursos.

En caso de convenio, si así lo hubiera solicitado la administración concursal, excepcionalmente la sentencia de calificación podrá autorizar al inhabilitado a continuar al frente de la empresa o como administrador de la sociedad concursada.

En el caso de que una misma persona sea inhabilitada en dos o más concursos, el período de inhabilitación será la suma de cada uno de ellos.

3.º La pérdida de cualquier derecho que las personas afectadas por la calificación o declaradas cómplices tuvieran como acreedores concursales o de la masa y la condena a devolver los bienes o derechos que hubieran obtenido indebidamente del patrimonio del deudor o hubiesen recibido de la masa activa, así como a indemnizar los daños y perjuicios causados como consecuencia de dicha obtención indebida.

3. La sentencia que califique el concurso como culpable condenará, además, a los cómplices que no tuvieran la condición de acreedores a la indemnización de los daños y perjuicios causados, relacionados con la conducta que hubiera fundado la calificación del concurso como culpable.

4. Quienes hubieran sido parte en la sección de calificación podrán interponer contra la sentencia recurso de apelación.

Justificación:

Coordinación con la reforma propuesta de los artículos 164.1 y 165 de la Ley Concursal.

47. Supresión del artículo 172 bis de la Ley Concursal

~~1. Cuando la sección de calificación hubiera sido formada o reabierta como consecuencia de la apertura de la fase de liquidación, el juez podrá condenar a todos o a algunos de los administradores, liquidadores, de derecho o de hecho, o apoderados generales, de la persona jurídica concursada, así como los socios que se hayan negado sin causa razonable a la capitalización de créditos o una emisión de valores o instrumentos convertibles en los términos previstos en el número 4.º del artículo 165, que hubieran sido declarados personas afectadas por la calificación a la eobertura, total o parcial, del déficit, en la medida que la conducta que ha determinado la calificación culpable haya generado o agravado la insolvencia.~~

~~Si el concurso hubiera sido ya calificado como culpable, en caso de reapertura de la sección sexta por incumplimiento del convenio, el juez atenderá para fijar la condena al déficit del concurso tanto a los hechos declarados probados en la sentencia de calificación como a los determinantes de la reapertura.~~

~~En caso de pluralidad de condenados, la sentencia deberá individualizar la cantidad a satisfacer por cada uno de ellos, de acuerdo con la participación en los hechos que hubieran determinado la calificación del concurso.~~

~~2. La legitimación para solicitar la ejecución de la condena corresponderá a la administración concursal. Los acreedores que hayan instado por escrito de la administración concursal la solicitud de la ejecución estarán legitimados para solicitarla si la administración concursal no lo hiciera dentro del mes siguiente al requerimiento.~~

~~3. Todas las cantidades que se obtengan en ejecución de la sentencia de calificación se integrarán en la masa activa del concurso.~~

~~4. Quienes hubieran sido parte en la sección de calificación podrán interponer contra la sentencia recurso de apelación.~~

Justificación:

La finalidad sancionatoria de la calificación concursal se mantiene (inhabilitación y pérdida de derechos *ex art. 172 LC*). Tampoco se orilla la finalidad resarcitoria de la responsabilidad concursal en la medida en que tanto la administración concursal como, subsidiariamente, los acreedores podrán ejercitar la acción social de responsabilidad, en cuyo caso la generación o agravación de la insolvencia habrá de tenerse en cuenta como criterio de determinación del daño (véase la reforma propuesta al artículo 48 *quáter* de la Ley Concursal). De este modo, se propone aunar la acción social y la responsabilidad concursal en consonancia con su naturaleza resarcitoria a la luz de la última doctrina jurisprudencial de la sala primera del Tribunal Supremo.

48. Modificación de los apartados 1, 3, 4, 7 y 11 de la disposición adicional cuarta de la Ley Concursal

Redacción propuesta:

1. Podrá homologarse judicialmente el acuerdo de refinanciación que habiendo sido suscrito por clases de acreedores financieros, formadas conforme al artículo 100.6 de esta ley, que representen al menos el 51 por ciento de la totalidad de los pasivos financieros del deudor, reúna en el momento de su adopción, las condiciones

previstas en la letra a) y en los números 2.º y 3.º de la letra b) del apartado 1 del artículo 71 bis. Los acuerdos adoptados por la mayoría descrita no podrán ser objeto de rescisión conforme a lo dispuesto en el apartado 13.

Aunque no se reúna dicha mayoría del 51 por ciento, también podrá homologarse el acuerdo de refinanciación pPara extender sus efectos a las clases de créditos financieros disidentes. A estos efectos, serán necesarias las mayorías exigidas en los apartados siguientes, calculadas sobre el pasivo financiero afectado por estar incluido en el perímetro de la refinanciación, y la acreditación, por parte del solicitante, de que, como consecuencia del acuerdo de refinanciación, los acreedores afectados obtendrán, al menos, la misma recuperación que en caso de apertura inmediata de la fase de liquidación concursal, bien conforme a la enajenación de la empresa como unidad económica en funcionamiento o a la realización individualizada de los bienes y derechos del deudor. A la solicitud de homologación deberá acompañarse también la valoración de la empresa conforme al principio de empresa en funcionamiento respecto a la fecha de firma del acuerdo de refinanciación.

Se tendrán por no puestas las cláusulas que permitan resolver los contratos bilaterales con obligaciones recíprocas pendientes de cumplimiento por ambas partes, por la sola situación de insolvencia del deudor o por la sola solicitud de la homologación judicial de un acuerdo de refinanciación.

[...]

3. ~~A los~~Las clases de acreedores de pasivos financieros incluidas en el perímetro de la refinanciación, cuyos créditos no gocen de garantía real o por la parte de los créditos que exceda del valor de la garantía real, quedarán vinculadas por el que no hayan suscrito el acuerdo de refinanciación o que hayan mostrado su disconformidad al mismo y cuyos créditos no gocen de garantía real o por la parte de los créditos que exceda del valor de la garantía real, se les extenderán, por la homologación judicial, los siguientes efectos acordados en el acuerdo de refinanciación si se obtienen las siguientes mayorías:

a) ~~Si el acuerdo ha sido suscrito por acreedores que representen al menos e~~El 60-50 por ciento del pasivo financiero afectado y no cubierto por el valor de la garantía real, las esperas, ya sean de principal, de intereses o de cualquier otra cantidad adeudada, con un plazo no superior a cinco años, o la conversión de deuda en préstamos participativos durante el mismo plazo.

b) ~~Si el acuerdo ha sido suscrito por acreedores que representen al menos el 75 por ciento del pasivo financiero~~ afectado y no cubierto por el valor de la garantía real, las siguientes medidas:

1.º Las esperas con un plazo de cinco años o más, pero en ningún caso superior a veintediez.

[...]

4. ~~Por la homologación judicial, se extenderán a las~~ clases de acreedores de pasivos financieros incluidas en el perímetro de la refinanciación cuyos miembros gocen de garantía real y hasta el valor de la misma conforme al apartado 2 que no hayan suscrito el acuerdo de refinanciación o que hayan mostrado su disconformidad al mismo, por la parte de su crédito que no exceda del valor de la garantía real, los efectos señalados en el apartado anterior, siempre que uno o más de dichos efectos hayan sido acordados, con el alcance que se convenga, por las siguientes mayorías quedarán vinculadas por el acuerdo de refinanciación si se obtienen las siguientes mayorías, calculadas en función de la proporción del valor de las garantías aceptantes sobre el valor total de las garantías otorgadas:

a) ~~Del El 65~~ El 60%, cuando se trate de las medidas previstas en la letra a) del apartado anterior.

b) ~~Del El 80~~ El 75%, cuando se trate de las medidas previstas en la letra b) del apartado anterior.

[...]

6. El juez otorgará la homologación siempre que el acuerdo reúna los requisitos previstos en el apartado primero de esta Disposición y declarará la extensión de efectos que corresponda a la minoría disidente en el seno de cada clase, cuando el auditor certifique la concurrencia de las mayorías requeridas en los apartados tercero o cuarto.

Se entenderá que votan a favor de la propuesta las clases cuyos miembros cobren íntegramente el valor actual de su crédito, aunque sea de forma aplazada. Las clases

cuyos miembros no obtengan ningún tipo de recuperación se entenderá que votan en contra de la propuesta.

El juez también declarará la extensión de los efectos del acuerdo de refinanciación a todas las clases afectadas, cuando una clase cuyos miembros no recuperen íntegramente el valor actual de su crédito, incluso la del solicitante, se haya adherido a la propuesta, siempre que se respete la regla de prioridad absoluta conforme al artículo 124.4 de esta ley.

~~La resolución~~El auto por ~~la~~el que se apruebe la homologación del acuerdo de refinanciación se adoptará mediante un trámite de urgencia en el plazo de quince días y se publicará mediante anuncio insertado en el Registro Público Concursal y en el «Boletín Oficial del Estado», por medio de un extracto que contendrá los datos previstos en el último párrafo del apartado anterior.

7. 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.

Respecto a la concurrencia de los porcentajes exigidos en esta disposición, podrá alegarse la existencia de conflictos de interés no meramente posicionales, cuando sea determinante para la aprobación del acuerdo de refinanciación. Corresponderá al acreedor afectado por el conflicto demostrar la conformidad del acuerdo de refinanciación con el mejor interés de los acreedores disidentes no conflictuados.

En relación con la valoración del carácter desproporcionado del sacrificio exigido, podrán alegarse, entre otros, los extremos siguientes, pero deberá acreditarse, en todo caso, la obtención de una recuperación mayor en caso de apertura inmediata de la fase de liquidación, conforme a la enajenación de la empresa como unidad económica en funcionamiento o a la realización individualizada de los bienes y derechos del deudor:

(a) la posición relativa de los disidentes respecto a los acreedores que hubieran votado a favor del acuerdo de refinanciación;

(b) la posición relativa del disidente respecto al resto de acreedores afectados en un hipotético escenario concursal;

(c) la inviabilidad del plan de negocio;

(d) la innecesariedad del acuerdo de refinanciación para solventar las dificultades financieras del deudor.

También podrán impugnar el auto de homologación en los mismos plazos las clases afectadas a las que se les haya extendido los efectos del acuerdo de refinanciación, con base en la valoración de la empresa o la inobservancia de la regla de prioridad absoluta establecida en el artículo 124.4 de esta ley.

Todas las impugnaciones se tramitarán conjuntamente por el procedimiento del incidente concursal, y se dará traslado de todas ellas al deudor y al resto de los acreedores que son parte en el acuerdo de refinanciación para que puedan oponerse a la impugnación. La sentencia que resuelva sobre la impugnación de la homologación, que deberá dictarse en un plazo de 30 días, ~~no~~ será susceptible de recurso de apelación y se le dará la misma publicidad prevista para ~~la resolución~~ el auto de homologación.

8. Los efectos de la homologación del acuerdo de refinanciación se producen en todo caso y sin posibilidad de suspensión desde el día siguiente al de la publicación del ~~la~~ sentencia auto en el «Boletín Oficial del Estado».

[...]

11. En caso de no cumplir el deudor los términos del acuerdo de refinanciación, cualquier acreedor, adherido o no al mismo, podrá solicitar, ante el mismo juez que lo hubiera homologado, la declaración de su incumplimiento, a través de un procedimiento equivalente al incidente concursal, del que se dará traslado al deudor y a todos los acreedores comparecidos para que puedan oponerse a la misma.

Sin perjuicio de lo dispuesto en el párrafo precedente, cuando el acuerdo de refinanciación homologado judicialmente contemple modificaciones estatutarias o modificaciones estructurales que requieran la adopción de los correspondientes acuerdos sociales, o la actuación del órgano de administración no colegiado, transcurridos tres meses ante la manifiesta inactividad de los órganos sociales o, en

todo caso, transcurridos seis meses, cualquier acreedor vinculado por el acuerdo de refinanciación conforme a esta disposición podrá solicitar del juez que ha homologado el mismo, el dictado del correspondiente auto teniendo por emitida la declaración de voluntad de la sociedad en los términos previstos en el artículo 708 de la Ley de Enjuiciamiento Civil. A estos efectos, el auto de homologación del acuerdo de refinanciación será título suficiente para ejercitar dicha acción ejecutiva.

[...]

Justificación:

En primer lugar, se aclara que la mayoría del 51 por ciento del pasivo financiero debe computarse sobre la totalidad del pasivo financiero atendiendo a las consecuencias que de ello se derivan para la totalidad de los acreedores concursales. Ahora bien, se debería poder acudir a este procedimiento para solicitar la extensión de efectos a clases disidentes, incluso aunque no se obtenga dicha mayoría del 51 por ciento. En tal caso, las mayorías deberían calcularse sobre el pasivo afectado (entendido como el que está incluido dentro del perímetro de la refinanciación).

Por otro lado, se elimina la posibilidad de que los acreedores titulares de créditos financieros con garantía real puedan votar a favor de la extensión de los efectos del acuerdo de refinanciación sobre los que no gozan de garantía real. En segundo lugar, la modificación de los apartados 1 y 7 guarda relación con las reformas propuestas de los artículos 100.4 y 128.2 de la Ley Concursal.

No se oculta que la superación del «*best-interests test*» podría llevar a la conclusión de que los acreedores de créditos financieros están reforzando su posición frente al resto. Sin embargo, no se trata de la mejora de su posición relativa frente a otros acreedores en un hipotético escenario de liquidación, sino de que tanto unos como otros deberían estar en mejor situación con la celebración del acuerdo de refinanciación (superando, así, la situación de insolvencia), que con la apertura inmediata de la fase de liquidación en la sección quinta del procedimiento concursal.

El sistema de mayorías se adapta a la Propuesta de Directiva de 22.XI.2016: no hay una mayoría global que deba alcanzarse, sino que cada clase debe aprobar el plan conforme a la mayoría interna oportuna. La regla del crédito sindicado podrá mantenerse, con la diferencia de que, ahora, se entenderá que el sindicado vota a favor de la mayoría interna de la clase en cuestión. Asimismo, se rebaja el umbral de

las mayorías conforme al artículo 9.4; se introduce la posibilidad de arrastre entre clases junto con la regla de prioridad absoluta del artículo 11; y se prevé el derecho al recurso devolutivo contra la sentencia que resuelva las impugnaciones al auto de homologación *ex* artículo 15.

Por otra parte, se propone introducir una carga a los acreedores que impugnen el auto de homologación: la acreditación de que obtendrían una recuperación superior en caso de apertura inmediata de la fase de liquidación (bien conforme a la enajenación de la empresa como unidad económica en funcionamiento o la realización individualizada de los bienes y derechos).

Finalmente, se introduce una modificación similar a la del (propuesto) nuevo apartado 4 del artículo 134 de la Ley Concursal, de modo que los acreedores vinculados por el acuerdo de refinanciación dispongan de este remedio adicional.

49. Modificación del apartado 3 del artículo 10 de la Ley General Presupuestaria

Redacción propuesta:

El carácter privilegiado de los créditos de la Hacienda Pública estatal otorga a ésta el derecho de abstención en los procedimientos judiciales y extrajudiciales de insolvencia que aparecen regulados en la Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal~~procesos concursales~~, en cuyo curso, no obstante, podrá suscribir los acuerdos de refinanciación, acuerdos extrajudiciales de pagos o convenios previstos en la legislación concursal así como acordar, de conformidad con el deudor y con las garantías que se estimen oportunas, unas condiciones singulares de pago, que no pueden ser más favorables para el deudor que las recogidas en el acuerdo extrajudicial de pagos, acuerdo de refinanciación o convenio que pongan fin ~~al proceso judicial~~ a la situación de insolvencia. Igualmente podrá acordar la compensación de dichos créditos en los términos previstos en la normativa reguladora de los ingresos públicos.

Para la suscripción y celebración de los acuerdos extrajudiciales de pagos, acuerdos de refinanciación y convenios a que se refiere el párrafo anterior se requerirá autorización del órgano competente de la Agencia Estatal de Administración Tributaria cuando se trate de créditos cuya gestión recaudatoria le corresponda, de conformidad con la ley o en virtud de convenio, con observancia, en este caso de lo convenido.

Cuando se trate de créditos correspondientes al Fondo de Garantía Salarial, la suscripción y celebración de convenios en el seno de procedimientos judiciales y extrajudiciales de insolvencia que aparecen regulados en la Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal, ~~procedimientos concursales~~ requerirá la autorización del órgano competente, de acuerdo con la normativa reguladora del organismo autónomo.

En los restantes créditos de la Hacienda Pública estatal la competencia corresponde al Ministro de Hacienda, pudiéndose delegar en los órganos de la Agencia Estatal de Administración Tributaria.

Reglamentariamente se establecerán los procedimientos para asegurar la adecuada coordinación en los procedimientos judiciales y extrajudiciales de insolvencia que aparecen regulados en la Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal, ~~procedimientos concursales~~ en que concurren créditos de la Hacienda Pública estatal con créditos de la Seguridad Social y del resto de las entidades que integran el sector público Estatal, y en aquellos procedimientos concursales en los que se concurre con procedimientos judiciales o administrativos de ejecución singular correspondientes a las referidas entidades.

Justificación:

Con la finalidad de fomentar la refinanciación de empresas económicamente viables mediante la reestructuración de sus deudas, se ha procedido a introducir en la legislación concursal mecanismos extrajudiciales (comunicación del artículo 5 bis, acuerdos extrajudiciales de pagos y los acuerdos de refinanciación del artículo 71 bis y de la disposición adicional cuarta de la Ley Concursal) que permiten al deudor superar la situación de insolvencia en términos similares al convenio concursal pero evitando con ello los costes asociados al concurso. Estos mecanismos excluyen sin embargo del ámbito de su aplicación a los créditos de derecho público. Con esta propuesta se pretende dotar de un marco legal que permita a los deudores refinanciar sus pasivos de derecho público en el marco de dichas alternativas extrajudiciales al concurso de acreedores, sin perjuicio de mantener las garantías propias de la naturaleza de estos créditos a favor de la Hacienda Pública. Se contempla esta medida como fundamental para permitir que dichos procedimientos puedan operar como auténticas alternativas al concurso (lo que difícilmente se logrará si el crédito público sólo puede ser refinanciado en el marco del concurso), lo que, en la medida que fomenta la refinanciación de empresas en crisis, favorece tanto a los deudores como

a los acreedores de derecho público. Esta propuesta, en fin, adapta el artículo 10.3 de la Ley 47/2003, de 26 de noviembre, General Presupuestaria al texto actualmente en vigor de la Ley Concursal.

50. Modificación del apartado 4 del artículo 164 de la Ley General Tributaria

Redacción propuesta:

4. El carácter privilegiado de los créditos tributarios otorga a la Hacienda Pública el derecho de abstención en los procedimientos judiciales y extrajudiciales de insolvencia que aparecen regulados en la Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal~~procesos concursales~~. No obstante, la Hacienda Pública podrá suscribir en el curso de estos procesos los acuerdos de refinanciación, acuerdos extrajudiciales de pago o convenios previstos en la legislación concursal, así como acordar, de conformidad con el deudor y con las garantías que se estimen oportunas, unas condiciones singulares de pago, que no pueden ser más favorables para el deudor que las recogidas en el convenio concursal, acuerdo extrajudicial de pagos o acuerdo de refinanciación que ponga fin a la situación de insolvencia~~al proceso judicial~~. Este privilegio podrá ejercerse en los términos previstos en la legislación concursal. Igualmente podrá acordar la compensación de dichos créditos en los términos previstos en la normativa tributaria. La Hacienda Pública también podrá suscribir condiciones singulares de pago con deudores que hubieran presentado la comunicación prevista en el artículo 5 bis de la Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal, o que hubieran suscrito acuerdos de refinanciación previstos en el artículo 71 bis o en la Disposición Adicional cuarta de la misma Ley, o acuerdos extrajudiciales de pagos.

Para la suscripción y celebración de los acuerdos y convenios a que se refiere el párrafo anterior se requerirá únicamente la autorización del órgano competente de la Administración tributaria.

Justificación:

Con la finalidad de fomentar la refinanciación de empresas económicamente viables mediante la reestructuración de sus deudas, se ha procedido a introducir en la legislación concursal mecanismos extrajudiciales (comunicación del artículo 5 bis, acuerdos extrajudiciales de pagos y acuerdos de refinanciación del artículo 71 bis y de la disposición adicional cuarta de la Ley Concursal) que permiten al deudor superar la situación de insolvencia en términos similares al convenio concursal pero evitando

con ello los costes asociados al concurso. Estos mecanismos excluyen sin embargo del ámbito de su aplicación a los créditos de derecho público. Con esta propuesta se pretende dotar de un marco legal que permita a los deudores refinanciar sus pasivos de derecho público en el marco de dichas alternativas extrajudiciales al concurso de acreedores, sin perjuicio de mantener las garantías propias de la naturaleza de estos créditos a favor de la Hacienda Pública. Se contempla esta medida como fundamental para permitir que dichos procedimientos puedan operar como auténticas alternativas al concurso (lo que difícilmente se logrará si el crédito público sólo puede ser refinanciado en el marco del concurso), lo que, en la medida que fomenta la refinanciación de empresas en crisis, favorece tanto a los deudores como a los acreedores de derecho público. Esta propuesta, en fin, adapta el artículo 164.4 de la Ley 58/2003, de 17 de diciembre, General Tributaria al texto actualmente en vigor de la Ley Concursal.

51. Supresión del apartado 2 del artículo 647 de la Ley de Enjuiciamiento Civil

Redacción propuesta:

~~2. El ejecutante sólo podrá tomar parte en la subasta cuando existan licitadores, pudiendo mejorar las posturas que se hicieren, sin necesidad de consignar cantidad alguna.~~

Justificación:

La redacción ha permanecido invariable a pesar de las sucesivas reformas del artículo 670 de la Ley de Enjuiciamiento Civil. En concreto, el apartado cuarto, que establece la facultad del acreedor ejecutante de solicitar la adjudicación del activo cuando la mejor postura sea inferior al 70 por ciento del tipo, permitía comportamientos oportunistas. En lugar de tener que dar carta de pago por el 50 por ciento del tipo en caso de subasta desierta (art. 671 LEC), podía solicitar la adjudicación por el 70 por ciento o por la cantidad que se le debiera por todos los conceptos (aunque no alcanzara, por ejemplo, al 10 por ciento del valor de tasación). Tras la reforma operada por el Real Decreto-ley 8/2011, de 1 de julio, de medidas de apoyo a los deudores hipotecarios, de control del gasto público y cancelación de deudas con empresas y autónomos contraídas por las entidades locales, de fomento de la actividad empresarial e impulso de la rehabilitación y de simplificación administrativa, esta norma establece ahora un mínimo del 60 por ciento (superior al

de la subasta desierta), por lo que desaparecen los incentivos para acudir a esta opción en lugar de solicitar la adjudicación en pago si no hay otros postores.

XIII. Bibliografía

1. Fuentes primarias

a) *Derecho español*

Real Decreto de 22 de agosto de 1885, por el que se publica el Código de Comercio.

Real Decreto de 24 de julio de 1889, texto de la edición del Código Civil.

Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal.

Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital.

Anteproyecto de Ley del Código Mercantil.

b) *Derecho estadounidense*

U.S. Bankruptcy Code.

Delaware General Corporation Law.

Model Business Corporation Act.

New York Business Corporation Act.

c) *Derecho alemán*

Insolvenzordnung.

d) *Derecho inglés*

Insolvency Act 1986.

Companies Act 2006.

2. Fuentes secundarias

Tabla de resoluciones citadas

Órgano resolutorio, fecha	Referencia	Ponente
STJUE, 30.XI.1976	C-21/76	
STJUE, 22.II.1979	C-133/78	
STJUE, 12.II.2009	C-339/07	
STJUE, 2.VII.2009	C-111/08	
STJUE, 10.IX.2009	C-292/08	
STJUE, 19.IV.2012	C-213/10	
STJUE, 16.I.2014	C-328/12	
STJUE, 4.IX.2014	C-157/13	
STJUE, 4.XII.2014	C-295/13	
STJUE, 11.VI.2015	C-649/13	
STJUE, 11.XI.2016	C-156/15	
STC, 1ª, 17.X.1991	RTC 1991, 194	Fernando García-Mon
STC, 1ª, 13.II.2012	RTC 2012, 15	Adela Asúa
ATC, pleno, 16.II.2016	RTC 2016, 35	
STS, 1ª, 26.V.1987	RJ 1987, 3584	Alfonso Barcalá
STS, 1ª, 19.II.1991	RJ 1991, 1512	Gumersindo Burgos
STS, 1ª, 10.X.2000	RJ 2000, 9186	Xavier O'Callaghan
STS, 1ª, 27.III.2001	RJ 2001, 4767	Román García
STS, 1ª, 26.IX.2002	RJ 2002, 7873	Xavier O'Callaghan
STS, 1ª, 3.XI.2004	RJ 2004, 6869	Jesús Corbal
STS, 1ª, 7.V.2004	RJ 2004, 2155	Román García
STS, 1ª, 18.II.2005	RJ 2015, 1683	Jesús Corbal
STS, 1ª, 26.V.2005	RJ 2005, 5761	Alfonso Villagómez
STS, 1ª, 28.V.2005	Ar. 5755	Xavier O'Callaghan
STS, 1ª, 16.II.2006	RJ 2006, 2934	Juan Antonio Xiol
STS, 1ª, 27.X.2006	RJ 2006, 8930	Vicente Luis Montés
STS, 1ª, 14.V.2007	RJ 2007, 3554	Juan Antonio Xiol
STS, 1ª, 24.VII.2017	RJ 2007, 4707	Juan Antonio Xiol
STS, 1ª, 17.IV.2008	RJ 2008, 3521	Antonio Gullón
STS, 1ª, 23.V.2008	RJ 2008, 3170	Francisco Marín
STS, 1ª, 30.V.2008	RJ 2008, 4166	Jesús Corbal
STS, 1ª, 24.VI.2008	RJ 2008, 5503	Francisco Marín
STS, 1ª, 2.VII.2008	RJ 2008, 4471	Juan Antonio Xiol
STS, 1ª, 31.X.2008	RJ 2008, 5810	Jesús Corbal
STS, 1ª, 11.XI.2008	RJ 2008, 5910	José Almagro
STS, 1ª, 5.XII.2008	RJ 2009, 14	Juan Antonio Xiol
STS, 1ª, 10.XII.2008	RJ 2009, 17	Jesús Corbal
STS, 1ª, 3.II.2009	RJ 2009, 1361	Jesús Corbal
STS, 1ª, 5.III.2009	RJ 2009,1633	Francisco Marín
STS, 1ª, 6.III.2009	RJ 2009, 2793	José Ramón Ferrándiz
STS, 1ª, 6.III.2009	RJ 2009, 2794	José Ramón Ferrándiz
STS, 1ª, 25.III.2009	RJ 2009, 1662	José Almagro
STS, 1ª, 27.III.2009	RJ 2009, 3288	Vicente Luis Montés
STS, 1ª, 23.X.2009	RJ 2009, 7272	Jesús Corbal
STS, 1ª, 16.XII.2009	RJ 2010, 702	Jesús Corbal
STS, 1ª, 12.III.2010	RJ 2010, 2345	Juan Antonio Xiol

STS, 1ª, 25.VI.2010	RJ 2010, 5413	Jesús Corbal
STS, 1ª, 30.VI.2010	RJ 2010, 5694	Rafael Gimeno-Bayón
STS, 1ª, 16.IX.2010	RJ 2010, 5597	Jesús Corbal
STS, 1ª, 17.II.2011	JUR 2011, 3316	Antonio Salas
STS, 1ª, 3.III.2011	RJ 2011, 2623	Juan Antonio Xiol
STS, 1ª, 4.X.2011	RJ 2011, 6703	Juan Antonio Xiol
STS, 1ª, 6.X.2011	RJ 2012, 1084	José Ramón Ferrándiz
STS, 1ª, 4.XI.2011	RJ 2012, 1249	Rafael Gimeno-Bayón
STS, 1ª, 10.XI.2011	RJ 2012, 1372	Rafael Gimeno-Bayón
STS, 1ª, 11.XI.2011	RJ 2012, 1498	José Ramón Ferrándiz
STS, 1ª, 15.XI.2011	RJ 2012, 1492	Rafael Gimeno-Bayón
STS, 1ª, 24.XI.2011	RJ 2012, 572	Rafael Gimeno-Bayón
STS, 1ª, 7.XII.2011	RJ 2012, 3521	Rafael Gimeno-Bayón
STS, 1ª, 23.XII.2011	RJ 2012, 1895	Rafael Gimeno-Bayón
STS, 1ª, de 17.I.2012	RJ 2012, 4981	Rafael Gimeno-Bayón
STS, 1ª, 12.IV.2012	RJ 2012, 5900	Rafael Gimeno-Bayón
STS, 1ª, 17.IV.2012	RJ 2012, 5273	José Ramón Ferrándiz
STS, 1ª, 24.IV.2012	RJ 2012, 6099	Rafael Gimeno-Bayón
STS, 1ª, 28.V.2012	RJ 2012, 9316	Ignacio Sancho
STS, 1ª, 29.V.2012	RJ 2012, 5267	Francisco Marín
STS, 1ª, 13.VI.2012	RJ 2012, 8187	Rafael Gimeno-Bayón
STS, 1ª, 25.VI.2012	RJ 2012, 8853	Rafael Gimeno-Bayón
STS, 1ª, 16.VII.2012	RJ 2012, 9330	Rafael Gimeno-Bayón
STS, 1ª, 23.X.2012	RJ 2012, 10123	Rafael Gimeno-Bayón
STS, 1ª, 26.X.2012	RJ 2012, 10415	Ignacio Sancho
STS, 1ª, 8.XI.2012	RJ 2013, 901	Rafael Gimeno-Bayón
STS, 1ª, 14.XI.2012	RJ 2013, 1614	Rafael Gimeno-Bayón
STS, 1ª, 4.XII.2012	RJ 2013, 2405	Rafael Gimeno-Bayón
STS, 1ª, 7.XII.2012	RJ 2013, 913	Ignacio Sancho
STS, 1ª, 11.XII.2012	RJ 2013, 4350	Francisco Javier Orduña
STS, 1ª, 20.XII.2012	RJ 2013, 1623	José Ramón Ferrándiz
STS, 1ª, 8.IV.2013	RJ 2013, 4597	Ignacio Sancho
STS, 1ª, 24.V.2013	RJ 2013, 4960	Ignacio Sancho
STS, 1ª, 18.VI.2013	RJ 2013, 4632	Rafael Sarazá
STS, 1ª, 20.VI.2013	RJ 2013, 5187	Rafael Sarazá
STS, 1ª, 10.VII.2013	RJ 2013, 4998	Rafael Sarazá
STS, 1ª, 15.X.2013	RJ 2013, 7253	Ignacio Sancho
STS, 1ª, 11.XI.2013	RJ 2013, 7817	Ignacio Sancho
STS, 1ª, 12.XI.2013	RJ 2013, 7820	Rafael Sarazá
STS, 1ª, 12.XI.2013	RJ 2013, 7865	Francisco Javier Arroyo
STS, 1ª, 27.III.2014	RJ 2014, 2147	Rafael Sarazá
STS, 1ª, 1.IV.2014	RJ 2014, 2159	Rafael Sarazá
STS, 1ª, 3.IV.2014	RJ 2014, 2568	Ignacio Sancho
STS, 1ª, 9.IV.2014	RJ 2014, 2597	Sebastián Sastre
STS, 1ª, 23.V.2014	RJ 2014, 2943	Sebastián Sastre
STS, 1ª, 18.VI.2014	RJ 2014, 3698	Sebastián Sastre
STS, 1ª, 9.VII.2014	RJ 2014, 3618	Sebastián Sastre
STS, 1ª, 23.IX.2014	RJ 2014, 5044	Rafael Sarazá
STS, 1ª, 3.XI.2014	RJ 2014, 5870	Sebastián Sastre
STS, 1ª, 11.XI.2014	RJ 2014, 6459	Sebastián Sastre
STS, 1ª, 15.XII.2014	RJ 2014, 6578	José Ramón Ferrándiz
STS, 1ª, 22.XII.2014	RJ 2014, 6885	Ignacio Sancho
STS, 1ª, 26.XII.2014	RJ 2014, 6902	Ignacio Sancho
STS, 1ª, 9.I.2015	RJ 2015, 745	Ignacio Sancho

STS, 1ª, 12.I.2015	RJ 2015, 609	Rafael Sarazá
STS, 1ª, 3.II.2015	RJ 2015, 644	Sebastián Sastre
STS, 1ª, 10.III.2015	RJ 2015, 2678	Ignacio Sancho
STS, 1ª, 10.IV.2015	RJ 2015, 1517	Sebastián Sastre
STS, 1ª, 17.IV.2015	RJ 2015, 1199	José Antonio Seijas
STS, 1ª, 17.IV.2015	RJ 2015, 1201	Sebastián Sastre
STS, 1ª, 7.V.2015	JUR 2015, 146863	Rafael Sarazá
STS, 1ª, 7.V.2015	RJ 2015, 2418	Sebastián Sastre
STS, 1ª, 2.VI.2015	JUR 2015, 170459	Ignacio Sancho
STS, 1ª, 24.VI.2015	RJ 2015, 2769	Sebastián Sastre
STS, 1ª, 22.VII.2015	RJ 2015, 3512	Ignacio Sancho
STS, 1ª, 11.IX.2015	RJ 2015, 3980	Sebastián Sastre
STS, 1ª, 1.XII.2015	RJ 2015, 5440	Rafael Sarazá
STS, 1ª, 11.XII.2015	RJ 2015, 5440	Rafael Sarazá
STS, 1ª, 30.XII.2015	JUR 2016, 13776	Rafael Sarazá
STS, 1ª, 27.I.2016	RJ 2016, 25	Pedro José Vela
STS, 1ª, 19.II.2016	RJ 2016, 541	Francisco Javier Orduña
STS, 1ª, 25.II.2016	RJ 2016, 635	Rafael Sarazá
STS, 1ª, 3.III.2016	RJ 2016, 801	Pedro José Vela
STS, 1ª, 4.III.2016	RJ 2016, 806	Ignacio Sancho
STS, 1ª, 5.IV.2016	JUR 2016, 75819	Ángel Fernando Pantaleón
STS, 1ª, 13.IV.2016	RJ 2016, 1493	Pedro José Vela
STS, 1ª, 18.IV.2016	RJ 2016, 1342	Ignacio Sancho
STS, 1ª, 22.IV.2016	RJ 2016, 2409	Pedro José Vela
STS, 1ª, 13.V.2016	RJ 2016, 2040	Ángel Fernando Pantaleón
STS, 1ª, 8.VI.2016	RJ 2016, 2341	Pedro José Vela
STS, 1ª, 9.VI.2016	RJ 2016, 2335	Rafael Sarazá
STS, 1ª, 13.VII.2016	RJ 2016, 3191	Ignacio Sancho
STS, 1ª, 21.XI.2016	Núm. 682/2016	Ignacio Sancho
STS, 1ª, 18.I.2017	Núm. 27/2017	Ignacio Sancho
STS, 1ª, 2.II.2017	JUR 2017, 36302	Pedro José Vela
STS, 1ª, 27.II.2017	Núm. 129/2017	Francisco Javier Orduña
STS, 1ª, 2.III.2017	Núm. 150/2017	Rafael Sarazá
SAP BCN, 15ª, 29.XI.2007	JUR 2009, 33340	Ignacio Sancho
SAP BCN, 15ª, 25.III.2008	AC 2008, 998	Ignacio Sancho
SAP BCN, 15ª, 16.VII.2008	JUR 2008, 314627	Ignacio Sancho
SAP BCN, 15ª, 4.VI.2009	JUR 2009, 420669	Luis Garrido
AAP BCN, 15ª, 17.III.2010	JUR 2010, 244930	Ignacio Sancho
SAP BCN, 15ª, 16.VI.2011	JUR 2011, 362207	Ignacio Sancho
SAP BCN, 15ª, 17.XI.2011	JUR 2012, 132142	Luis Garrido
SAP BCN, 15ª, 2.XII.2011	JUR 2012, 95032	Ignacio Sancho
SAP BCN, 15ª, 5.II.2014	AC 2014, 780	Luis Garrido
SAP BCN, 15ª, 19.V.2014	JUR 2014, 178844	José María Ribelles
AAP BCN, 15ª, 2.VII.2014	Núm. 79/2014	Juan Francisco Garnica
SAP BCN, 15ª, 9.VII.2014	JUR 2014, 238237	José María Ribelles
SAP BCN, 15ª, 25.VII.2014	JUR 2014, 257166	Jordi Lluís Forgas
SAP BCN, 15ª, 1.X.2014	JUR 2014, 283387	José María Ribelles
SAP BCN, 15ª, 22.X.2014	JUR 2014, 283141	José María Ribelles
SAP BCN, 15ª, 5.I.2015	JUR 2015, 11395	Juan Francisco Garnica
SAP BCN, 15ª, 28.I.2015	AC 2015, 162	Juan Francisco Garnica
SAP BCN, 15ª, 23.IV.2015	JUR 2015, 137951	Juan Francisco Garnica
SAP BCN, 15ª, 27.VII.2015	JUR 2015, 229488	Luis Garrido
SAP BCN, 15ª, 31.III.2016	JUR 2016, 130508	Juan Francisco Garnica

SAP BCN, 15 ^a , 29.IV.2016	JUR 2016, 143385	Juan Francisco Garnica
SAP Madrid, 28 ^a , 5.II.2008	AC 2008, 834	Rafael Sarazá
SAP Madrid, 28 ^a , 23.I.2009	JUR 2009, 101002	Enrique García
SAP Madrid, 28 ^a , 26.VI.2009	AC 2009, 2065	Enrique García
SAP Madrid, 28 ^a , 13.VII.2010	JUR 2010, 310613	Pedro Gómez
SAP Madrid, 28 ^a , 4.IV.2011	JUR 2011, 200152	Pedro Gómez
SAP Madrid, 28 ^a , 20.IV.2012	JUR 2012, 177366	Pedro Gómez
SAP Madrid, 28 ^a , 14.I.2013	JUR 2013, 70291	Gregorio Plaza
SAP Madrid, 28 ^a , 8.IV.2013	AC 2013, 1431	Alberto Arribas
SAP Madrid, 28 ^a , 31.V.2013	JUR 2013, 210114	Ángel Galgo
SAP Madrid, 21 ^a , 26.XI.2013	JUR 2014, 63563	Ramón Belo
SAP Madrid, 28 ^a , 8.VI.2015	AC 2015, 1023	Gregorio Plaza
SAP Madrid, 28 ^a , 26.X.2015	AC 2016, 94	Alberto Arribas
SAP Madrid, 28 ^a , 22.IV.2016	JUR 2016, 125166	Borja Villena
SAP Madrid, 28 ^a , 19.XII.2016	Núm. 437/2016	Pedro María Gómez
SAP Madrid, 28 ^a , 23.XII.2016	Núm. 148/2015	Ángel Galgo
SAP Palencia, 18.XI.1999	AC 1999, 2352	Ángel Muñiz
SAP Sevilla, 8 ^a , 17.I.2001	JUR 2001, 145175	Joaquín Pablo Maroto
SAP La Rioja, 1 ^a , 19.I.2010	JUR 2010, 105906	Carmen Araujo
SAP Vizcaya, 4 ^a , 19.VII.2016	Núm. 462/2016	Ana Belén Iracheta
SJM Pamplona, 5.VII.2007	JUR 2007, 368541	Ildefonso Prieto
SJM1 Bilbao, 26.VII.2004	JUR 2004, 263555	José Manuel Fínez Ratón
SJM1 Bilbao, 29.IV.2009	AC 2009, 1045	Edmundo Rodríguez
SJM1 Bilbao, 9.VI.2009	AC 2009, 1631	Edmundo Rodríguez
SJM1 Málaga, 7.IV.2011	AC 2011, 1917	Alfredo Elías
SJM 1 Las Palmas 18.VII.2011	AC 2011, 1550	Jesús Miguel Alemany
SJM3 Madrid, 30.X.2013	AC 2013, 2043	Jesús Miguel Alemany
SJM1 Oviedo, 9.I.2014	JUR 2015/102597	Alfonso Muñoz
AJM1 BCN, 29.I.2014	Autos concurso 428/2013-G	Nuria Lefort
SJM5 Madrid, 3.VI.2014	AC 2014, 1430	Javier Jesús García Marrero
SJM3 BCN, 29.VII.2014	JUR 2014, 234953	José María Fernández Seijo
SJM1 Alicante, 22.I.2015	JUR 2015, 22187	Rafael Fuentes
AJM1 BCN, 22.VI.2015	Autos concurso 428/2013-G	Yolanda Ríos
SJM2 Bilbao, 23.VII.2015	AC 2015, 1169	Zigor Oy Arbide de la Torre
SJM12 Madrid, 30.X.2015	Núm. 190/2015	Ana María Gallego
SJM11 Madrid, 22.VII.2016	Núm. 943/2015	Carmen González
SJM10 Barcelona, 29.XI.2016	Núm. 286/2016	Manuel Ruiz de Lara
SJPI2 Zamora, 15.I.2016	Núm. 18/2016	Manuel García Sanz
AJM 2 Sevilla, 6.IV.2016	Núm. 360/2016	Pedro Márquez
SJM2 Sevilla, 24.X.2016	Núm. 507/2016	Pedro Márquez
AJM2 Sevilla, 8.XI.2016	Núm. 1051/2016	Pedro Márquez
RDGRN 15.VII.1992	RJ 1992, 6537	
RDGRN 11.X.1993	RJ 1993, 7972	
RDGRN 4.II.2012	RJ 2012, 4400	
RDGRN 6.II.2012	RJ 2012, 4403	
RDGRN 15.II.2012	RJ 2012, 5949	
RDGRN 29.III.2012	BOE de 29.III.2012	
RDGRN 2.VII.2012	RJ 2012, 8834	
RDGRN 4.X.2012	RJ 2012, 10967	
RDGRN 19.I.2013	RJ 2013, 8263	
RDGRN 13.XI.2013	RJ 2013, 8292	
RDGRN 20.XI.2013	RJ 2014, 511	

RDGRN 9.V.2014	BOE de 3.VII.2014	
RDGRN 15.X.2014	RJ 2014, 5525	
RDGRN 5.XI.2014	RJ 2014, 6316	
RDGRN 6.XI.2014	RJ 2014, 6318	
RDGRN 26.VI.2015	RJ 2015, 3722	
RDGRN 8.VII.2015	RJ 2015, 4033	
RDGRN 6.X.2015	RJ 2015, 4588	
RDGRN 1.VIII.2016	RJ 2016, 5486	
RDGRN 22.VIII.2016	RJ 2016, 4610	
Caso estadounidense		Referencia
<i>Asmussen v. Quaker City Corp.</i>		156 A. 180 (Del.Ch. 1931)
<i>Pennsylvania Co. For Insurances on Lives and Granting Annuities v. South Broad St. Theatre Co.</i>		174 A. 112 (Del.Ch. 1934)
<i>Tarnowski v. Resop</i>		51 N.W.2d 801 (Minn. 1952)
<i>Graham v. Allis-Chalmers Manufacturing Co.</i>		188 A.2d 125 (Del. 1963)
<i>State Ex Rel. Hayes Oyster Co. V. Keypoint Oyster Co.</i>		391 P.2d 979 (Wash. 1964)
<i>Cheff v. Mathes</i>		A. 2d 548 554 (Del. 1964)
<i>Shlensky v. Wrigley</i>		237 N.E.2d 776 (Ill. App. 1968)
<i>Sinclair Oil Corp. v. Levien</i>		280 A.2d 717 (Del. 1971)
<i>Flieger v. Lawrence</i>		361 A.2d 218 (Del. 1976)
<i>Auerbach v. Bennett</i>		393, N.E.2d 994 (N.Y. 1979)
<i>Zapata Corp. V. Maldonado</i>		430 A.2d 779 (Del. 1981)
<i>Weinberger v. UOP</i>		457 A.2d 701 (Del. 1983)
<i>Smith v. Van Gorkom</i>		488 A.2d 858 (Del.1985)
<i>Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.</i>		493 A.2d 946 (Del. 1985)
<i>Moran v. Household International, Inc.</i>		500 A.2d 1346 (Del. 1985)
<i>Revlon, Inc. V. MacAndrews and Forbes Holding, Inc.</i>		506 A.2d 173 (Del. 1986)
<i>Blasius Industries, Inc. v. Atlas Corp.</i>		564 A.2d 651 (Del.Ch. 1988)
<i>In re RJR Nabisco, Inc. Shareholders Litigation</i>		LEXIS 9 (Del.Ch. 1989)
<i>In Re Crowthers Mc Call Pattern, Inc.</i>		120 Bankr. 279 (Bankr. S.D.N.Y. 1990)
<i>Credit Lyonnais Bank Netherland, N.V. v. Pathe Communications Corp.</i>		1991 WL 277613 (Del.Ch. Dec. 30, 1991)
<i>In re Octavon Roofing</i>		123 B.R. 583, 589 (Bankr. N.D.ILL. 1991)
<i>Geyer v. Ingersoll Publications Co.</i>		621 A.2d 784, 787 (Del.Ch. 1992)
<i>Cede & Co v. Technicolor, Inc.</i>		634 A.2d 345 (Del. 1993)
<i>Kahn v. Lynch Communication Systems, Inc.</i>		638 A.2d 1110 (Del. 1994)
<i>Unitrin v. American General Corp.</i>		651 A.2d 1361 (Del. 1995)
<i>In Re Wheelabrator Technologies, Inc.</i>		663 A.2d 1194 (Del.Ch. 1995)
<i>Gagliardi v. Trifoods International, Inc.</i>		683 A.2d 1049 (Del.Ch. 1996)
<i>In Re Caremark International Inc. Derivative Litigation</i>		689 A.2d 959 (Del.Ch. 1996)
<i>Lewis v. Vogelstein</i>		699 A.2d 327 (Del.Ch. 1997)
<i>In re Heitkamp</i>		<i>United States Court of Appeals, Eighth Circuit, 1998 (137 F.3d 1087)</i>

<i>Bank of America v. 203 North Lasalle Street Partnership</i>	<i>United States Supreme Court, 1999, 526 U.S. 434</i>
<i>Zenith Elecs. Corp.</i>	241 B.R. 92, 105 (Bankr. D. Del. 1999)
<i>Cooke v. Oolie</i>	LEXIS 89 (Del.Ch. 2000)
<i>Malpiede v. Thomson</i>	780.A.2d 1075 (Del. 2001)
<i>Angelo, Gordon & Co. V. Allied Riser Comm. Corp.</i>	805 A.2d 221, 229 (Del.Ch. 2002)
<i>Omnicare, Inc. v. NCS Healthcare, Inc.</i>	818 A.2d 914 (Del. 2003)
<i>Production Resources Group L.L.C. v. NCT Group Inc.</i>	863 A.2d 772 (Del.Ch. 2004)
<i>Trenwick America Litigation Trust v. Ernst & Young L.L.P.</i>	906 A.2d 168 (Del.Ch. 2006)
<i>North American Catholic Educational Programming Foundation, Inc. v. Rob Gheewalla, Gerry Cardinale and Jack Daly</i>	930 A.2d 92 (Del. 2007)
<i>Trenwick America Litigation Trust v. Billett</i>	931 A.2d 438 (Del. 2007)
<i>William G. Nelson, IV v. E. James Emerson and Kathleen Emerson</i>	2008 WL 1961150 (Del.Ch. 2008)
<i>In Re Citigroup Inc. Shareholder Derivative Litigation</i>	2009 WL 481906 (Del.Ch. 2009)
<i>RadLAX Gateway Hotel, LLC v. Amalgamated Bank</i>	132 S. Ct. 2065, 2070 n.2 (U.S.S.C.2012)
<i>In re L.L. Murphrey Co.</i>	2013 WL 2451368 (Bankr. E.D.N.C. 2013)
<i>In re Fisker Automotive Holdings, Inc.</i>	Case No. 13-13087 (Bankr. D. Del. Jan. 17, 2014)
<i>Meridian Sunrise Village, LLC v. NB Distressed Debt Investment Fund Limited</i>	2014 WL 909219 (W.D. Wash. March 7, 2014)
<i>Quadrant Structured Products Co., Ltd. v. Vertin, C.A.</i>	2014 Del. Ch. LEXIS 193 (Del.Ch. Oct. 1, 2014)
<i>The Free Lance-Star Publishing Co. of Fredericksburg</i>	512 B.R. 798 (Bankr. E.D. Va. 2014)
<i>In re Charles Street African Methodist Episcopal Church of Boston</i>	510 B.R. 453 (Bankr. E.D. Mass. 2014).
<i>In Re Codere (UK) Limited</i>	Case No. 15-13017 (Bankr. S.D.N.Y. 2015)
Caso inglés	Referencia
<i>Sovereign Life Assurance Co v Dodd</i>	[1892] 2 Q.B. 573
<i>Re Tea Corporation</i>	[1904] 1 Ch. 12
<i>West Mercia Safetywear Ltd v Dodd</i>	[1988] B.C.L.C. 250
<i>Re Hawk Insurance Ltd.</i>	[2001] EWCA Civ 241
<i>Re Telewest Communications Plc</i>	[2004] EWHC 924; [2004] B.C.C. 342
<i>Re MyTravel Group Plc</i>	[2004] EWHC 2741 (Ch); [2005] 1 W.L.R. 2365, [2004] EWCA Civ 1734; [2005] 2 B.C.L.C. 123 (CA)
<i>Re Bluebrook Ltd.</i>	[2009] EWHC 2114 (Ch); [2010] 1 B.C.L.C. 338
<i>Codere Finance (UK) Ltd.</i>	Re [2015] EWHC 3778 (Ch.) (17.XII.2015)
Caso australiano	Referencia
<i>Walker v. Wimborne</i>	(1976) 137 CLR 1; (1976) 3 ACLR 529

Bibliografía

AA.VV. *Acuerdos de refinanciación, convenio y reestructuración [Las reformas de 2014 y 2015 de la Ley Concursal]* (León, F.J., dir.), Aranzadi, 2015.

AA.VV. *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles* (Uría, R., Menéndez, A. y Olivencia, M. dirs.), Cizur Menor, Civitas, 1996.

AA.VV. *Comentario de la Ley Concursal* (Rojo, A. y Beltrán, E. dirs.), Madrid, Civitas, 2004.

AA.VV. *Comentario de la Ley de Sociedades de Capital* (Rojo, A. y Beltrán E. dirs.), Cizur Menor, Civitas, 2011.

AA.VV. *Comentario de la reforma del régimen de las sociedades de capital en materia de gobierno corporativo (Ley 31/2014) [Sociedades no cotizadas]*, Juste J. (coord.), Cizur Menor, Civitas, 2015, biblioteca online.

AA.VV. *Curso de Derecho Mercantil* (Uría, R. y Menéndez, A., dirs.), Madrid, Civitas, segunda edición, Madrid, 2006.

AA.VV. *Estudios sobre la Ley Concursal* (Libro Homenaje a Manuel Olivencia), Marcial Pons, Madrid, 2004.

AA.VV. *Estudios de Derecho de Sociedades y Derecho Concursal. Libro homenaje al Profesor Rafael García Villaverde*, Madrid, Marcial Pons, 2007.

AA.VV. *Gobierno corporativo y crisis empresariales (II Seminario Harvard-Complutense de Derecho Mercantil)*, Marcial Pons, Madrid, 2006.

AA.VV. *La modernización del derecho de sociedades de capital en España. Cuestiones pendientes de reforma*, Tomo II, (Alonso Ledesma, C., Alonso Ureba, A. Esteban Velasco, G. dirs.), Aranzadi, Cizur Menor, 2011.

AA.VV. *La responsabilidad de los administradores de las sociedades mercantiles* (Rojo, A. y Beltrán E., dirs.), Valencia, Tirant lo Blanch, quinta edición, 2013.

AA.VV. *Nuevo Marco Aplicable a las Operaciones de Reestructuración: análisis técnico de la reforma introducida por el Real Decreto Ley 4/2014*, 2014, Gómez-Acebo & Pombo, publicado online.

Adams, C.W. «*An economic justification for corporate reorganizations*», 20 *Hofstra Law Review* 117 (1991-1992), páginas 123-124.

Adler, B. «*Financial and Political Theories of American Corporate Bankruptcy*», 45 *Stanford Law Review* 311 (1993).

Adler, B. «*A Theory of Corporate Insolvency*», 72 *N.Y.U. Law Review* 343 (1997).

Adler, B., Baird, D. y Jackson, T. *Bankruptcy. Cases, Problems, and Materials*, New York Foundation Press, cuarta edición, 2007.

Alfaro, J. y Massaguer, J. «Comentario del artículo 204», en la obra colectiva *Comentario de la reforma del régimen de las sociedades de capital en materia de gobierno corporativo (Ley 31/2014) [Sociedades no cotizadas]*, Juste J. (coord.), Cizur Menor, Civitas, 2015, biblioteca online.

Alfaro, J. «Comentario del artículo 226», en la obra colectiva *Comentario de la reforma del régimen de las sociedades de capital en materia de gobierno corporativo (Ley 31/2014) [Sociedades no cotizadas]*, Juste J. (coord.), Cizur Menor, Civitas, 2015, biblioteca online.

Alfaro, J. «El debate sobre las medidas defensivas frente a una OPA hostil», *Derecho de OPAS (estudio sistemático del régimen de las ofertas públicas de adquisición en el derecho español)*, coordinado por Juste, J. y Recalde, A., Valencia, Tirant lo Blanch, páginas 475-490.

Alfaro, J. «El interés social y los deberes de lealtad de los administradores», *Anuario de la Facultad de Derecho de la Universidad Autónoma de Madrid*, ISSN 1575-8427, Nº. 20, 2016, págs. 213-236.

Alfaro, J. *Interés social y derecho de suscripción preferente. Una aproximación económica*, Civitas, Madrid, 1995.

Alfaro, J. y Campins, A. «Abuso de la mayoría en el reparto de dividendos y derecho de separación del socio en las sociedades de capital», en la obra colectiva *Liber Amicorum Juan Luis Iglesias*, Cizur Menor, Civitas, 2014, páginas 65 a 93.

Alfaro, J. y Garcimartín, F. «Sobre administradores de hecho y subordinación de créditos ex arts. 92 y 93 LC», entrada de 19 de abril de 2012 del blog *Derecho mercantil* (<http://derechomercantilespana.blogspot.com.es/2012/04/sobre-administradores-de-hecho-y.html>).

Allen, W., Kraakman, R. y Subramanian, G. *Commentaries and Cases on the Law of Business Organization*, Wolters Kluwer, cuarta edición, 2012.

Alonso Ledesma, C. «Derecho de sociedades vs. Derecho concursal, técnicas alternativas o complementarias de protección de los acreedores?», en la obra colectiva *La modernización del derecho de sociedades de capital en España. Cuestiones pendientes de reforma*, Tomo II, (Alonso Ledesma, C., Alonso Ureba, A. Esteban Velasco, G. dirs.), Aranzadi, Cizur Menor, 2011, páginas 67 a 109.

Alonso Ledesma, C. «La función (la utilidad) del capital social como técnica de protección de los acreedores», en la obra colectiva *Estudios de Derecho de Sociedades y Derecho Concursal. Libro homenaje al Profesor Rafael García Villaverde*, Madrid, Marcial Pons, 2007, páginas 127 y ss.

Álvarez, S. y Sánchez, J. «La nueva competencia de la junta general sobre activos esenciales: a vueltas con el artículo 160 f LSC», *Diario La Ley*, nº 8546, páginas 1 a 36.

Armour, J. «*The law and economics of corporate insolvency*», ESRC Center for Business Research, University of Cambridge, Working Paper No. 197.

Armour, J., Cheffins, B. y Skeel, D. «*Corporate Ownership and the Evolution of Bankruptcy Law: Lessons from the United Kingdom*», 55 *Vanderbilt Law Review* 1699, 2002.

Amir Sufi et al. «*Creditor Control Rights and Firm Investment Policy*», *Journal of Financial Economics* 92 (3), 2009, páginas 400 y ss.

Ara, C. «*A first approach to creditor monitoring, the paradoxical missing lever of corporate governance in Spain*», Revista de Estabilidad Financiera, nº 26, Banco de España.

Ara, C. «*Are The New Legally Enhanced Workouts that “Fancy”?*», InDret 3/2014.

Ara, C. «El contenido del acuerdo (I). Los acuerdos de refinanciación», en la obra colectiva *Los acuerdos de refinanciación y de reestructuración de empresas en crisis*, Barcelona, Bosch, 2013, páginas 119 a 152.

Ara, C. y López, D. «La adjudicación de la unidad productiva en la fase de liquidación del concurso de acreedores», en la obra colectiva *La liquidación de la masa activa. VI Congreso Español de Derecho de la Insolvencia «in memoriam Emilio Beltrán»* (Rojo, A., Quijano J. y Campuzano, A.B. dirs.), Civitas, 2014, páginas 905 a 923.

Ara, C., Calabuig, M. y Aragall, A. «El testimonio del auto de adjudicación dictado en la fase de liquidación concursal es título y modo suficiente para causar la inscripción del cambio de titularidad dominical en el Registro de la Propiedad», *Práctica contenciosa para abogados. Los casos más relevantes sobre litigación y arbitraje en 2015 de los grandes despachos*, La Ley, junio de 2016, páginas 295 a 309.

Ara, C. y Caballero, V. «La tutela del hipotecante en el concurso del deudor y del titular de la garantía real en el concurso del hipotecante no deudor», *Las ejecuciones en el concurso de acreedores. VIII Congreso Español de Derecho de la Insolvencia* (Rojo, A. dir.), Cizur menor, Civitas, 2016.

Armour J. y Deakin, S. «*Norms in Private Bankruptcy: The “London Approach” to the Resolution of Financial Distress*», University of Cambridge ESRC, Working Paper nº 173, 2000.

Armour, J. y Mokal, R.J., «*Reforming the Governance of Corporate Rescue: The Enterprise Act 2002*», *Lloyd’s Maritime and Commercial Law Quarterly*, 2005, páginas 28 y ss.

Arroyo, I. «Reflexiones en torno al interés social», en la obra colectiva *Derecho de sociedades: Libro homenaje a Fernando Sánchez Calero*, vol. 2, McGraw Hill, Madrid, 2002, páginas 1845-1858.

Ayotte, K. & Morrison, E. «*Creditor Control and Conflict in Chapter 11*», Working Paper, 2008.

Azofra, F. *La homologación judicial de acuerdos de refinanciación*, Reus, Madrid.

Bachner, T. *Creditor Protection in Private Companies (Anglo-German Perspectives for a European Legal Disclosure)*, New York, 2009.

Bainbridge, S.M. «*The Business Judgment Rule as Abstention Doctrine*», UCLA, School of Law, Law and Econ. Research Paper No. 03-18.

Baird, D. «*The Uneasy Case for Corporate Reorganization*», 15 *Journal of Legal Studies* 127, 1986.

Baird, D. y Rasmussen, R. «*Control Rights, Priority Rights, and the Conceptual Foundation of Corporate Reorganizations*», *Chicago John M. Olin Law & Economics Working Paper* núm. 121.

Baird, D. y Rasmussen, R. «*Private Debt and the Missing Lever of Corporate Governance*», *Chicago John M. Olin Law & Economics Working Paper* núm. 247.

Baño, J.M^a. «La responsabilidad de los administradores en la actual crisis financiera: la encrucijada norteamericana», *Revista de Derecho Mercantil*, núm. 274, 2009, páginas 1499 y ss.

Bautista, F. «Aspectos prácticos de las reestructuraciones financieras», *Revista del Mercado de Valores*, núm. 4, 2009, páginas 81 y ss.

Bebchuck, L. «*The Case for Facilitating Competing Tender Offers*», 95 *Harvard Law Review* 1028 (1982).

Bebchuck, L. «*The Case for Facilitating Competing Tender Offers: A Reply and Extension*», 35 *Stanford Law Review* 23 (1982).

Beltrán, E. «Comentario del artículo 142», en la obra colectiva *Comentario de la Ley Concursal* (Rojo, A. y Beltrán E., dirs.), Tomo II, Madrid, Civitas, 2004, páginas 2295 y ss.

Beltrán, E. «En torno a la “naturaleza” de la responsabilidad concursal. (Comentario de la sentencia de la Sección 28ª de la Audiencia Provincial de Madrid de 5 de febrero de 2008)», *Anuario de Derecho Concursal*, nº 14 (2008-2), Cizur Menor, Civitas, páginas 329 a 373.

Beltrán, E. «La responsabilidad de los administradores por obligaciones sociales», en la obra colectiva *La responsabilidad de los administradores de las sociedades mercantiles*, Valencia, Tirant lo Blanch, quinta edición, 2013.

Bermejo, N. y Rodríguez, E. «Normas de protección de acreedores: entre el derecho de sociedades y el derecho concursal», *InDret*, núm. 4, 2006.

Bermejo, N. «Comentario del artículo 86», en la obra colectiva *Comentario de la Ley Concursal* (Rojo, A. y Beltrán E., dirs.), Cizur Menor, Civitas, 2004.

Bermejo, N. «Comentario del artículo 87», en la obra colectiva *Comentario de la Ley Concursal* (Rojo, A. y Beltrán E., dirs.), Cizur Menor, Civitas, 2004.

Bermejo, N. «Comentario del artículo 135», en la obra colectiva *Comentario de la Ley Concursal* (Rojo, A. y Beltrán E., dirs.), Cizur Menor, Civitas, 2004.

Bradley, M., Desai, A. & Kim, E.H. «*Synergistic Gains from Corporate Acquisitions and Their Division Between the Stockholders of Target and Acquiring Firms*», *21 Journal of Finance & Economics* 2 (1988).

Bratton, W. «*Bond covenants and creditor protection: Economics and Law, Theory and Practice, Substance and Process*», en la obra colectiva *The law and economics of creditor protection* (Eidenmüller/Schön, coords.), 2008, páginas 37 y ss.

Brealey, R., Myers, S. y Marcus, A. *Fundamentals of Corporate Finance*, McGraw-Hill, 2007.

Brunstad, G.E. Jr. «*Bankruptcy and the Problems of Economic Futility: A Theory on the Unique Role of Bankruptcy Law*», *Business Lawyer*, Vol. 55, núm. 2, febrero 2000.

Campuzano, A.B. «Comentario del artículo 160», en la obra colectiva *Comentario de la Ley Concursal* (Rojo, A. y Beltrán E., dirs.), Cizur Menor, Civitas, 2004, páginas 2494 a 2497.

Campuzano, A.B. «Comentario del artículo 161», en la obra colectiva *Comentario de la Ley Concursal* (Rojo, A. y Beltrán E., dirs.), Cizur Menor, Civitas, 2004, páginas 2498 y ss.

Carrasco, A. *Derecho de contratos*, Cizur Menor, Aranzadi, 2010.

Carrasco, A. «El “valor de la garantía real” y el “sacrificio desproporcionado” en los acuerdos de refinanciación del RD Ley 4/2014», en la obra colectiva *Nuevo Marco Aplicable a las Operaciones de Reestructuración: análisis técnico de la reforma introducida por el Real Decreto Ley 4/2014*, 2014, Gómez-Acebo & Pombo, publicado online.

Carrasco, A. *Los derechos de garantía en la Ley Concursal*, Cizur Menor, Civitas, 2009, tercera edición.

Carrasco, A., Cordero, E. y Marín, M. J. *Tratado de los Derechos de Garantía. Tomo II. Garantías mobiliarias*, Cizur Menor, Aranzadi, 2008, segunda edición.

Carruters, B. y Halliway, T. *Rescuing business. The making of corporate bankruptcy law in England and the U.S.*, Oxford, Clarendon, 1998.

Cerdá, F. *Administradores, insolvencia y disolución por pérdidas*, Valencia, Tirant lo Blanch, 2000.

Cerdá, F. «La responsabilidad de los administradores sociales por el déficit concursal», en la obra colectiva *Estudios de Derecho Mercantil, Liber Amicorum Profesor Dr. Francisco Vicent Chuliá* (Petit, M^a V^a, coord.), Tirant lo Blanch, Valencia, 2013, páginas 1563 a 1611.

Cerdá, F. y Ara, C. «Análisis preliminar del nuevo Reglamento 2015/848 sobre procedimientos de insolvencia», *Revista Jurídica Catalunya* (Doctrinal 4/2016), octubre de 2016, páginas 903 a 937.

Coase, R. «*The Nature of the Firm*», *Economica*, New Series, Vol. 4, No. 16. (Nov., 1937).

Coffee, J. y Schwartz, D. «*The Survival of the Derivative Suit: An Evaluation and a Proposal for Legislative Reform*», *81 Columbia Law Review* 261, 1981.

Conclusiones del *Encuentro de Magistrados Especialistas en Mercantil*, celebrado en Pamplona, noviembre de 2015.

Crystal, M. y Mokal, R. «*Valuation of Distressed Companies – A Conceptual Framework*», *3 International Corporate Rescue* 63, I, y 123 (II), 2006.

D' Ercole, C. «Las nuevas fronteras del Mercado de control en las crisis de empresas (nueva financiación, compra de créditos a los acreedores, desdoblamiento en voto en los derivados sobre la deuda y remuneración de los administradores)», *Anuario de Derecho Civil*, núm. 22, 2011, páginas 139-172.

De Cárdenas, C. «Presente y futuro de la homologación judicial de los acuerdos de refinanciación», *Diario La Ley*, nº 8896, 9 de enero de 2017.

De Miguel, P.A. «La evolución del régimen europeo sobre procedimientos judiciales de insolvencia», *La Ley Unión Europea*, nº 28.

Denoza, F. «*Different Policies for Corporate Creditors Protection*», en la obra colectiva *The law and economics of creditor protection* (Eidenmüller/Schön, coords.), páginas 413 y ss.

Díaz Moreno, A. «Sobre el aumento de capital por compensación de créditos (reflexiones al hilo de la disposición adicional cuarta de la Ley Concursal)», *Revista de Derecho Patrimonial*, número 38, 2015.

Díaz-Moreno, A. «La Ley 9/2015, de 25 de mayo, de Medidas Urgentes en Materia Concursal: modificaciones del régimen del convenio», mayo de 2015, publicado en prensa.

Díaz Moreno, A. «Los efectos de los acuerdos de refinanciación en un posterior concurso: la clasificación de los créditos», *Anuario de Derecho Concursal*, número 33, páginas 167 a 181.

Díez-Picazo, L. *La representación en derecho privado*, Civitas, Madrid, 1979.

Díez-Picazo, L. *Fundamentos del Derecho Civil Patrimonial I. Introducción*. Teoría del contrato, Cizur Menor, Civitas, sexta edición, 2007.

Díez-Picazo, L. *Fundamentos del Derecho Civil Patrimonial II. Las relaciones obligatorias*, Cizur Menor, Civitas, sexta edición, 2008.

Directors in the Twilight Zone IV, INSOL, 2013.

«*Directors' obligations in the period approaching insolvency*», *United Nations Commission on International Trade Law (UNCITRAL), Working Group V (Insolvency Law)*, 2013-2014.

Easterbrook, F. y Fischel, D. *The Economic Structure of Corporate Law*, Harvard University Press, 1991.

Easterbrook, F. y Fischel, D. «*The Proper Role of a Target's Management in Responding to a Tender Offer*», 94 *Harvard Law Review* 1161 (1981).

Eisenberg, M. «*Self-interested transactions in corporate law*», 13 *J. Corporate L.* 997, 997-1008 (1988).

Ellias, J. «*Do Activist Investors Constrain Managerial Moral Hazard in Chapter 11?: Evidence from Junior Activist Investing*» (May 23, 2014). *Rock Center for Corporate Governance at Stanford University*, Working Paper No. 155; *Stanford Law and Economics Olin Working Paper No. 451*. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2308994> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2308994>.

Epstein, R. «*Holdouts, Externalities, and the Single Owner: One More Salute to R. Coase*», *Journal of Law & Economics*, vol. 36, 1993, páginas 553 y ss.

Espiniella, A. «*Competencia judicial internacional para acciones de responsabilidad por deudas sociales. (Comentario a la STJUE de 18 de julio de 2013, As. C-147/12, ÖFAB)*», *Anuario de Derecho Concursal*, número 31, páginas 453 a 477.

Esteban Velasco, G. «El gobierno de las sociedades cotizadas. La experiencia española», Cuadernos de Derecho Civil, núm. 35, 2001, páginas 84-87.

Esteban Velasco, G. «Algunas reflexiones sobre la responsabilidad de los administradores frente a los socios y terceros: acción individual y acción por no promoción o remoción de la disolución», Revista de Derecho de Sociedades, núm. 5, 1995, página 70.

Fama, E. y Miller, M. *The Theory of Finance*, 1972.

Fernández del Pozo, L. «Aproximación a la categoría de “operaciones sobre activos esenciales”, cuya decisión es competencia exclusiva de la Junta [arts. 160 f) y 511 bis LSC]», La Ley Mercantil, número 11, 2015, páginas 24-49.

Fernández del Pozo, L. «El envilecimiento de la posición del socio en la capitalización preconcursal de créditos bajo el Real Decreto-ley 4/2014», La Ley mercantil, número 1, abril de 2014, págs. 56-73.

Fernández del Pozo, L. «El *enforcement* societario y registral de los pactos parasociales. La oponibilidad de lo pactado en protocolo familiar publicado», Revista de Derecho de Sociedades, nº 29, 2007, págs. 139-183.

Fernández del Pozo, L. «Las aportaciones de créditos contra sociedad en desequilibrio patrimonial y tutela de la integridad del capital social», Anuario de Derecho Concursal, número 35, páginas 43 a 99.

Fernández del Pozo, L. «Obligaciones convertibles y defensa de la integridad del capital social», Revista de Derecho Mercantil, número 294, páginas 291 a 344.

Fernández del Pozo, L. *Posibilidad y contenido de un derecho preconcursal. Auditoría y prevención de la crisis empresarial [art. 209.1.b) LSA]*, Barcelona, Marcial Pons, 2001.

Fuentes Naharro, M. «Una aproximación al concepto de administrador de hecho y a la funcionalidad de la figura en los grupos de sociedades», en la obra colectiva *Gobierno corporativo y crisis empresariales. II Seminario Harvard-Complutense de Derecho Mercantil*, Marcial Pons, 2006, páginas 289-310.

García-Cruces, J.A. «Administradores sociales y administradores de hecho», en la obra colectiva *Estudios de Derecho Mercantil en memoria del Profesor Aníbal Sánchez Andrés* (Sáen, J.C., Oleo, F. y Martínez, A. coord.), Cizur Menor, 2010, páginas 527 y ss.

García-Cruces, J.A. «Causas de calificación culpable del concurso, imputación de conductas y atribución de efectos derivados. (Comentario de la sentencia del Juzgado de lo Mercantil nº 12 de Madrid de 13 de junio de 2013)», *Anuario de Derecho Concursal*, número 32, páginas 417 a 451.

García-Cruces, J.A. «Declaración de concurso y acciones societarias de responsabilidad», *Anuario de Derecho Concursal*, número 28, Cizur Menor, Civitas, páginas 31 a 68.

García-Cruces, J.A. *La calificación del concurso*, Aranzadi, Cizur Menor, 2004.

García-Cruces, J.A. «La calificación del concurso tras la reforma de la Ley Concursal», en la obra colectiva *Estudios de Derecho Mercantil, Liber Amicorum Profesor Dr. Francisco Vicent Chuliá* (Petit, M^a V^a, coord.), Tirant lo Blanch, Valencia, 2013.

García-Cruces, J.A. «La responsabilidad concursal», en la obra colectiva *La responsabilidad de los administradores de las sociedades mercantiles* (Rojo, A. y Beltrán, E., dirs.), Tirant lo Blanch, Valencia, 2013, quinta edición.

García-Cruces, J.A. «Los efectos de los acuerdos de refinanciación en el concurso consecutivo: la calificación», *Anuario de Derecho Concursal*, número 33, páginas 181 a 203.

García-Villarrubia, M. «¿En qué supuestos podrá el socio negarse razonablemente a capitalizar su crédito en un acuerdo de refinanciación?; ¿podrá un acreedor negarse a capitalizar su crédito en el convenio?», *El Derecho. Revista de Derecho Mercantil*, nº 37, 2016.

García-Villarrubia, M. «Las infracciones del deber de lealtad», *Revista de Derecho Mercantil (foro abierto)*, número 35, 2015.

García-Villarrubia, M. «Los efectos del concurso sobre los órganos de la persona jurídica deudora», *El Derecho. Revista de Derecho Mercantil*, nº 27, 2015.

García de Enterría, J. y Zurita, J. (dirs.) *La regulación de las OPAS. Comentario sistemático del RD 1066/2007, de 27 de julio*, Madrid, Civitas, 2009.

Garnacho, L. *El convenio de asunción*, Cizur Menor, Civitas, 2014.

Garnica, J.F. «Seminario sobre criterios interpretativos de la reforma de la Ley de Sociedades de Capital por la Ley 31/2014 (SE 16004)», cuestionario y respuestas elaborado con la colaboración de Bárbara María Córdoba Ardao y María del Mar Hernández Rodríguez.

Garrido J. M^a. «Capital social y reglas de solvencia», en la obra colectiva *Liber Amicorum Juan Luis Iglesias*, Cizur Menor, Civitas, 2014.

Garrido, J. M^a. «El deber de neutralidad», en la obra colectiva *Derecho de OPAS (estudio sistemático del régimen de las ofertas públicas de adquisición en el derecho español)*, *Derecho de OPAS (estudio sistemático del régimen de las ofertas públicas de adquisición en el derecho español)*, coordinado por Juste, J. y Recalde, A., Valencia, Tirant lo Blanch, páginas 493 a 510.

Garrido, J. M^a. *Garantías reales, privilegios y par condicio. Un ensayo de análisis funcional*, Madrid, Centro de Estudios Registrales, 1999.

Garrett Hardin, *Science*, New Series, Vol. 162, No. 3859 (Dec. 13, 1968), pp. 1243-1248.

Gilson, R. «*Seeking Competitive Bids Versus Pure Passivity in Tender Offers Defense*», 35 *Stanford Law Review* 51 (1982).

Gilson, R. y Gordon, J. «*The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights*», *Columbia Law Review*, vol. 113, 2013, páginas 863-927.

Gómez Pomar, F. «El incumplimiento contractual en Derecho español», *Indret*, julio de 2007.

Gondra, J.M^a. «Convenio y reorganización en la nueva Ley Concursal a la luz de los modelos de referencia de la experiencia histórico-comparada», en la obra colectiva *Estudios sobre la Ley Concursal. Libro homenaje a Manuel Olivencia*, Madrid, Marcial Pons, 2005, tomo IV.

González Bilbao, E. «Identificación de los intereses concurrentes y del interés del concurso en la nueva Ley Concursal», *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 94, 2004, páginas 167-191.

González Bilbao, E. «Identificación de los “intereses concurrentes” y del “interés del concurso” en la nueva Ley Concursal», en la obra colectiva *Estudios sobre la Ley Concursal. Libro homenaje a Manuel Olivencia*, Madrid, Marcial Pons, 2004, tomo I, páginas 293 a 314.

González Cabrera, I. «El conflicto de intereses de los administradores sociales y su eventual responsabilidad concursal (1)», *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal*, nº 20, páginas 237 y ss.

Gulati, M. & Triantis, G. «*Contracts Without Law: Sovereign Versus Corporate Debt*», 75 *University of Cincinnati Law Review*.

Gurrea, A. «El ineficiente diseño de la legislación concursal española: Una propuesta de reforma a partir de la experiencia comparada y de un análisis económico del Derecho concursal», Instituto Iberoamericano de Derecho y Finanzas (IIDF), *Working Paper Series* 6/2016.

Gurrea, A. «La incomprensible preferencia del convenio a la liquidación como solución del concurso de acreedores (*the incomprehensible preference for the reorganization over the liquidation as the 'way out' of Spanish insolvency proceedings*)», accesible en *Social Science Research Network*: <http://ssrn.com/abstract=2400128>.

Gurrea, A. «Nuevas tendencias en la configuración del interés del concurso: del interés de los acreedores al mantenimiento de la empresa en crisis (*new tendencies in the main role of insolvency proceedings: from the maximization of returns to creditors to the rescue of companies in financial distress*)», accesible en *Social Science Research Network*: <http://ssrn.com/abstract=2438117>.

Gurrea, A. «La reintegración de las "undervalue transactions" en el derecho inglés», en la obra colectiva *La reintegración de la masa: Congreso de Antequera. IV Congreso Español de derecho de la insolvencia. VII Congreso de derecho mercantil y concursal de Andalucía, 19 a 21 de abril de 2012*, (Beltrán, E. y Sanjuán y Muñoz, E. dirs.), Civitas, Cizur Menor, 2012, páginas 659-671.

Hansmann, H., Kraakman, R. y Squire, R. «*Law and the Rise of the Firm*», 119 *Harvard Law Review* 1333, (2006).

Harner, M.H. «*The Corporate Governance and Public Policy Implications of Activist Distressed Debt Investing*», *Fordham Law Review*, Volume 77, Issue 2 ,2008, 703-773.

Harner, M. y Brighton, A. «*The Implications of North American Catholic and Trenwick: Final Death Knell for Deepening Insolvency? Shift in the Directors' Duties in the Zone of Insolvency?*», *Norton's Annual Survey of Bankruptcy Law, Volume 2008, Issue 2008. Part I. Commercial Bankruptcy*.

Hernández, J. «Aspectos fiscales de las operaciones de reestructuración. Impuesto sobre sociedades y actos jurídicos documentados», *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal* nº 22/2015, páginas 271 a 280.

Hernando, J. «*La business judgment rule*», *Revista de Derecho Mercantil*, número 299, páginas 313 a 370.

Herrera, C. «El crédito contra los administradores en la sección de calificación», *Anuario de Derecho Concursal*, número 10, páginas 479 a 509.

Hu, H. y Back, B. «*Equity and Debt Decoupling and Empty Voting II: Importance and Extensions*», 156 *University of Pennsylvania Law Review* 625, 2008.

Hu, H. y Westbrook, J.L. «*Abolition of the Corporate Duty to Creditors*», 107 *Columbia Law Review* 1321, 2007, páginas 1321-1403.

Jacquet, T. «El no deber de solicitar la declaración de concurso y la emergencia de la paraconcursalidad», *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal*, nº 22/2015, páginas 383-392.

Jackson, T. *The logic and limits of Bankruptcy Law*, Boston, Harvard University Press, 1986.

Jackson, T. y Baird, D. «*Bargaining after the fall and the contours of the absolute priority rule*», 55 *University of Chicago Law Review* 738, 1988.

Jackson, T. y Scott, R. «*On the nature of Bankruptcy: an essay on Bankruptcy sharing and the creditors' bargain*», 78 *Virginia Law Review* 155, 1989.

Jensen, M. y Meckling, W. «*Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*», 3 *Journal of Finance and Economics* 305, 1976.

Jensen, M. *A Theory of the Firm: Governance, Residual Claims, and Organizational Forms*, Harvard University Press, 2003.

Juste, J. «Comentario del artículo 227», en la obra colectiva *Comentario de la reforma del régimen de las sociedades de capital en materia de gobierno corporativo (Ley 31/2014) [Sociedades no cotizadas]*, Juste J. (coord.), Cizur Menor, Civitas, 2015, biblioteca online.

Juste, J. «Comentario del artículo 228», en la obra colectiva *Comentario de la reforma del régimen de las sociedades de capital en materia de gobierno corporativo (Ley 31/2014) [Sociedades no cotizadas]*, Juste J. (coord.), Cizur Menor, Civitas, 2015, biblioteca online.

Juste, J. «Disolución por pérdidas graves durante el cumplimiento del convenio y responsabilidad de administradores sociales», *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal*, nº 21/2014, páginas 17 a 26.

Juste, J. «Legitimación subsidiaria para el ejercicio de la acción social», en la obra colectiva *La responsabilidad de los administradores de las sociedades mercantiles* (Rojo, A. y Beltrán E., dirs.), Valencia, Tirant lo Blanch, quinta edición, 2013.

Kahan, M. y Rock, E. «*How to Prevent Hard Cases from Making Bad Law: Bear Sterns, Delaware, and The Strategic Use of Comity*», *University of Pennsylvania Law School, Faculty Scholarship*, 2009, *Paper 232*, páginas 741 y 742.

Kraakman, R., Armour, J., Davies, P., Enriques, L., Hansmann, H., Hertig, G., Hopt, K., Kanda, H. y Rock, E. *The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach*, Oxford University Press, segunda edición, 2009.

Macey, J.R. «*An Economic Analysis of the Various Rationales for Making Shareholders the Exclusive Beneficiaries of Corporate Fiduciary Duties*», 21 *Stetson Law Review* 23 (1991-1992), páginas 23-25.

Madrazo, J. «El pago parcial efectuado tras la declaración de concurso por coobligado solidario, como causa de modificación de la lista de acreedores (AJM 3 Vigo, 28 de mayo de 2013)», Anuario de Derecho Concursal, nº 31, 2014, páginas 477 a 487.

Manresa y Navarro, J. M. *Comentarios al Código Civil español* (Tomo X, Volumen I), Madrid, 1969 (6ª edición), páginas 589 a 598.

Marín de la Bárcena, F. «El concepto de interés social como fin de la actividad gestora en la proximidad a la insolvencia», en la obra colectiva *Gobierno corporativo y crisis empresariales (II Seminario Harvard-Complutense de Derecho Mercantil)*, Marcial Pons, Madrid, 2006, páginas 259 y ss.

Marín de la Bárcena, F. «Observaciones a las propuestas de interpretación de la reforma de la Ley Concursal 2014 en materia de calificación culpable del concurso», publicado en prensa *online*, páginas 1 a 7.

Marín de la Bárcena, F. «Obstaculización de acuerdos de refinanciación y calificación culpable del concurso», publicado en prensa *online*, páginas 1 a 5.

Martínez Flórez, A. «Comentario del artículo 40», en la obra colectiva *Comentario de la Ley Concursal* (Rojo, A. y Beltrán E., dirs.), Tomo I, Madrid, Civitas, 2004, páginas 771 y ss.

Martínez Flórez, A. «Comentario del artículo 43», en la obra colectiva *Comentario de la Ley Concursal* (Rojo A. y Beltrán, E. dirs.), Cizur Menor, Civitas, 2004, páginas 887 a 902.

Martínez Flórez, A. «Comentario del artículo 137», en la obra colectiva *Comentario de la Ley Concursal* (Rojo, A. y Beltrán E., dirs.), tomo II, páginas 2249 y ss.

Martínez Flórez, A. *La Junta General de la sociedad concursada*, Cizur Menor, Civitas, 2012.

Martínez Sanz, F. «Ámbito subjetivo de la calificación: administradores de derecho y de hecho», en la obra colectiva *La calificación del concurso y la responsabilidad por insolvencia. V Congreso Español de Derecho de la Insolvencia. IX Congreso del Instituto Iberoamericano de Derecho Concursal*, Cizur Menor, Aranzadi, 2013.

Martínez Sanz, F. y Bartle, M. «Los administradores responsables», en la obra colectiva *La responsabilidad de los administradores de las sociedades mercantiles*, Valencia, Tirant lo Blanch, sexta edición, 2016, páginas 66 a 102.

Mascarreñas, J. «Contratos financieros principal-agente», *Monografía sobre finanzas corporativas* (recurso electrónico), ISSN 1988-1878, páginas 28 y ss.

Massaguer, J. «Comentario del artículo 232», en la obra colectiva *Comentario de la reforma del régimen de las sociedades de capital en materia de gobierno corporativo (Ley 31/2014) [Sociedades no cotizadas]*, Juste J. (coord.), Cizur Menor, Civitas, 2015, biblioteca online.

McKinsey & Co Inc, Copeland, Koller y Murrin *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, quinta edición, 2010.

Mercadal, F. «El acreedor financiero como administrador de hecho. Especial referencia a los covenants», *Anuario de Derecho Concursal*, número 36.

Miller, H.R. «*Corporate Governance in Chapter 11: The fiduciary relationship between directors and stockholders of solvent and insolvent corporations*», *Seton Hall Law Review*, 1993.

Miquel, J.M^a. «Reflexiones generales sobre el *pactum de non cedendo*», *Revista General de Derecho Romano*, número 16, 2011, páginas 1 a 21.

Montés, L. y Molero, F. «La valoración y transmisión de “créditos litigiosos” en el concurso de acreedores», *Revista de Derecho Patrimonial*, número 37, 2015.

Morales, J. «Pactos parasociales "vs" Estatutos sociales. Eficacia jurídica e impugnación de acuerdos sociales por su infracción», *Revista de Derecho de Sociedades*, N° 42, 2014, págs. 169-193.

Moya Ballester, J. *La responsabilidad de los administradores de sociedades en situaciones de crisis*, Madrid, La Ley, 2010.

Moya, A.J., Pérez-Pujazón, E. y Trigo, E. «Cesión de créditos y cuestiones prácticas de interés: retracto de créditos litigiosos y titulización», *Actualidad Jurídica Uría Menéndez* 44/2016, páginas 48 a 64.

Muñoz Paredes, M^a.L. «Seguro de caución y concurso del tomador: (comentario a la sentencia del Juzgado de lo Mercantil número 6 de Madrid de 18 de febrero de 2013)», *Anuario de derecho concursal*, n° 30, 2013, páginas. 309-320.

Myers, S. «*Determinants of Corporate Borrowing*», 5 *Journal of Financial Economics* 147, 1977.

Navarro, M^a del Sagrario «Los *covenants*: ¿sustitución del régimen del capital social o modificación del Derecho concursal?», en la obra colectiva *La modernización del derecho de sociedades de capital en España. Cuestiones pendientes de reforma*, Tomo II, (Alonso Ledesma, C., Alonso Ureba, A. Esteban Velasco, G. dirs.), Aranzadi, Cizur Menor, 2011, páginas 355 a 376.

Navarro, M^a del Sagrario y Manzanque, M. «Refinanciaciones y capitalización de deuda: una aproximación económico jurídica», *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal*, número 21/2014, páginas 171-184.

Nini, G., Sufi, A. and Smith, D.C., «*Creditor Control Rights, Corporate Governance, and Firm Value*» (December 11, 2011). Disponible en SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1344302> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1344302>

Noval, J. *Los pactos omnilaterales: su oponibilidad a la sociedad. Diferencias y similitudes con los estatutos y los pactos parasociales*, Cizur Menor, Civitas, 2013.

Núñez-Lagos, A. «El convenio del concurso: contenido y procedimiento», en *Actualidad Jurídica Uría & Menéndez*, n° 6/2003, páginas 35 a 50.

O'Rourke, K. «*Valuation Uncertainty in Chapter 11 Reorganizations*», *Columbia Law Review* 403, 2005.

O'Dea, K. «*Craving a cramdown: why English insolvency law needs reforming*», *Butterworths Journal of International Banking and Financial Law* 583, 2009.

Pantaleón, A.F. «Cesión de créditos», *Anuario de Derecho Civil*, Vol. 41, nº 4, 1988, páginas 187 a 298.

Patrone, M. «*Directors' Fiduciary Duties in the Zone of Insolvency and Actual Insolvency: To Whom, What, and When?*», Mayo de 2011. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1851103> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1851103>

Payne, J. «*Debt Restructuring in English Law: Lessons from the US and the Need for Reform*», *University of Oxford, Legal Research Paper Series*, núm. 89/2013, febrero de 2014.

Paz-Ares, C. «Anatomía del deber de lealtad», *Actualidad jurídica Uría Menéndez*, nº 39, 2015.

Paz-Ares, C. «El *enforcement* de los pactos parasociales», *Actualidad jurídica Uría Menéndez*, nº 5, 2003.

Paz-Ares, C. «Fundamento de la prohibición de los sindicatos de voto para el consejo», *InDret*, octubre de 2010.

Paz-Ares, C. «La anomalía de la retribución externa de los administradores», *InDret*, enero de 2014.

Paz-Ares, C. «La responsabilidad de los administradores como instrumento de gobierno corporativo», *Revista de Derecho de Sociedades*, núm. 20, 2003, páginas 103-104.

Paz-Ares, C. *Responsabilidad de los administradores y gobierno corporativo*, Centro de Estudios del Colegio de Registradores de la Propiedad y Mercantiles de España, San José, Madrid, 2007.

Paz-Ares, C. «Fundamento de la prohibición de los pactos de voto para el consejo», *Indret* 4/2010.

Picker, R. «*Voluntary Petitions and the Creditors' Bargain*», 61 *University of Cincinnati Law Review* 519 (1992).

Plank, L., Meyer-Löwy, B. y Pickerill, C. «*The New German Insolvency Code: Decoding Improvements and Remaining Risks*», *American Bankruptcy Institute Journal*, Vol. XXXI, nº 2, marzo de 2012, páginas 1-3.

Polo, E. «Comentario del artículo 134», en la obra colectiva *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles* (Uría, R., Menéndez, A. y Olivencia, M. dirs.), Cizur Menor, Civitas, 1996, tomo VI, *Los administradores y el consejo de administración de la sociedad anónima*, páginas 355 y siguientes.

Pulgar, J. «Impugnación de acuerdos sociales abusivos y reestructuración societaria homologada», *Revista de Derecho de Sociedades*, número 44, Enero-Junio 2015.

Pulgar, J. *Preconcurso y acuerdos de refinanciación*, Madrid, La Ley, 2012, páginas 565 a 623.

Quijano, J. «Comentario del artículo 240», en la obra colectiva *Comentario de la Ley de Sociedades de Capital* (Rojo, A. y Beltrán E. dirs.), Cizur Menor, Civitas, 2011.

Rajan, R. y Winton, A. «*Covenants and Collateral as incentive to monitor*», *The Journal of Finance*, vol. 50, núm. 4, 1995, páginas 113 y ss.

Rasmussen, R. «*Debtor's choice: a menu approach to corporate Bankruptcy*», 71 *Texas Law Review* 51, 1992.

Recalde, A. «Protección del socio con ocasión de los cambios de control en la sociedad deudora realizados en ejecución de acuerdos de refinanciación mediante conversión de créditos en capital», en la obra colectiva *Acuerdos de refinanciación, convenio y reestructuración [Las reformas de 2014 y 2015 de la Ley Concursal]*, (León, F.J., dir.), Cizur Menor, Aranzadi, 2015.

Recalde, A. «Los acuerdos de refinanciación mediante la conversión de deudas en capital», *Anuario de Derecho Concursal*, número 33, páginas 85 a 110.

Recamán, E. «Los deberes de los administradores sociales en situación de crisis empresarial en el marco norteamericano», *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal*, nº 17, 2012, páginas 311 y ss.

Report of High Level Group of Company Law experts on a modern regulatory framework for company law in Europe, de 4 de noviembre de 2002 (Informe Winter).

Ribelles, J.M^a. «La naturaleza jurídica de la responsabilidad concursal», *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal*, número 22/2015, páginas 213-221.

Roe, M. «*Bankruptcy and Debt: A New Model for Corporate Reorganization*», 83 *Columbia Law Review* 527, 1983.

Rojo, A. «El derecho concursal», en la obra colectiva *Curso de Derecho Mercantil* (Uría, R. y Menéndez, A., dirs.), Madrid, Civitas, segunda edición, Madrid, 2006, tomo II, páginas 895 y siguientes.

Rojo, A. «Comentario del artículo 204», en la obra colectiva *Comentario de la Ley de Sociedades de Capital* (Rojo, A. y Beltrán E. dirs.), Cizur Menor, Civitas, 2011, páginas 1434 a 1446.

Rojo, A. «La adaptación del derecho español a las Directivas Comunitarias en materia de sociedades de capital», *Noticias de la Unión Europea*, N^o 151, 1997, páginas 7 a 8.

Rojo, A. «La legitimación para presentar propuesta de convenio», *Revista jurídica de Catalunya*, Vol. 103, N^o 4, 2004, páginas 1173 a 1196.

Sáez, M^a Isabel «Los pactos parasociales de todos los socios en Derecho español. Una materia en manos de los jueces», *InDret* 3/2009.

Sánchez Calero, F. *Los administradores en las sociedades de capital*, Cizur Menor, Aranzadi, 2007.

Sánchez del Cura, G. «La presunción de dolo o culpa grave por la negativa de socios a una capitalización», *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal*, número 22/2015, páginas 289-292.

Sancho, I. «Homologación, eficacia, impugnación y rescisión de los acuerdos de refinanciación», en la obra colectiva, *Acuerdos de refinanciación, convenio y reestructuración [Las reformas de 2014 y 2015 de la Ley Concursal]* (León, F.J., dir.), Cizur Menor, Aranzadi, 2015.

Santella, P. «Bankruptcy and corporate governance» (con abundante cita a derecho comparado), en la obra colectiva *Estudios sobre la Ley Concursal* (Libro Homenaje a Manuel Olivencia), Tomo I, Marcial Pons, Madrid, 2004, páginas 863 a 868 (especialmente: páginas 866 y 868).

Schilling, M. «*The Transition from Corporate Governance to Bankruptcy Governance*», 2010.

Schmidt, K. «¿Desbanca el derecho concursal al derecho de sociedades? Disputas societarias, *debt-to-equity swap* y *take-over*», *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal*, nº 22/2015, páginas 303 a 314.

Schwartz, A. «*A Theory of Loan Priorities*», 18 *Journal of Legal Studies* 209, 1989.

Schwartz, A. «*A Contract Theory Approach to Business Bankruptcy*» (1998). Faculty Scholarship Series. Paper 1089.

Schwarz, S.L. «*Rethinking Corporate Governance for a Bondholder Financed, Systemically Risky World*», 58 *William & Mary Law Review* 1345-1374 (2017).

Schilling, M. 2010, «*The Transition from Corporate Governance to Bankruptcy Governance - Convergence of German and US Law?*» *European Company and Financial Law Review*, 2010, volumen 7, número 1, páginas 116-157.

Scott, R. «*The Truth About Secured Financing*», 82 *Cornell Law Review* 1436, páginas 1-32.

Segal, N. «*Schemes of Arrangement and Junior Creditors – does the US Approach to Valuations Provide the Answer?*», *Insolvency Intelligence* 49, 2007.

Skeel, D.A. Jr. «*An evolutionary theory of Corporate Law and Corporate Bankruptcy*», 51 *Vanderbilt Law Review* 1325, 1998.

Sitkoff, R. «*The Economic Structure of Fiduciary Law*», *Boston University Law Review*, vol. 91, 2011, páginas 1039 y ss.

Sprayregen, J.H.M., Friedland J.P., and Higgings, R.J. *et al.* «*Chapter 11: Not Perfect, but better than the Alternative*», *American Bankruptcy Institute Journal*, October 2005.

Stanghellini, L. «*Directors' Duties and the Optimal Timing for Insolvency. A Reassessment of the "Recapitalize or Liquidate" Rule*», 2009.

Stango, R. y Cavaliere, R.A. «*The evolution of the "gifting doctrine" and implications on recent case law*», agosto de 2011, publicado en prensa.

Tapia Hermida, A. «Las obligaciones convertibles», *Revista de derecho de sociedades*, número 13, 1999, páginas 95-139.

They, Adrian «Implicaciones de la valoración en la Ley Concursal», *La Ley* 1375/2015, número 8492, marzo de 2015.

Tirado, I. *Los administradores concursales*, Cizur Menor, Civitas, 2005.

Tirado, I. «Reflexiones sobre el concepto de "interés concursal" (Ideas para la construcción de una teoría sobre la finalidad del concurso de acreedores)», *Anuario de Derecho Civil*, Vol. 62, 2009, páginas 1055-1108.

Tirado I. «La reestructuración empresarial en el marco del derecho concursal español. Un análisis crítico», en la obra colectiva *La liquidación de la masa activa. VI Congreso Español de Derecho de la Insolvencia «in memoriam Emilio Beltrán»*, (Rojo, A., Quijano J. y Campuzano, A.B. dirs.), Civitas, 2014, páginas 631 a 650.

The World Bank, Principles for Effective Insolvency and Creditor/debtor regimes, 2015.

Triantis, G. y Daniels, R. «*The Role of Debt in Interactive Corporate Governance*», *University of California Law Review*, vol. 83, 1995, páginas 1073-1113.

United Nations Commission of International Trade Law, Guía sobre Derecho de la Insolvencia de UNCITRAL («*Directors' obligations in the period approaching insolvency*»), 2013 (actualización de enero de 2015).

United Nations Commission of International Trade Law «*Report of Working Group V (Insolvency Law)*», session 46, Viena, julio de 2013, páginas 9-12.

Valencia, F. «La tipología de los acuerdos de refinanciación», *Anuario de Derecho Concursal*, número 33, páginas 65 a 72.

Van Hemmen, E. *Estadística concursal. Anuario 2015. El concurso de acreedores en cifras*, Colegio de Registradores de la Propiedad, Bienes Muebles y Mercantiles de España, Madrid, San José.

Van Hemmen, E. «La economía de la reforma y los costes del sistema concursal», *Revista Jurídica de Catalunya* 4/2003, páginas 47-73.

Van Hemmen, E. «Formalismo judicial, control e incentivos en el concurso de acreedores», *Revista de Estabilidad Financiera*, Banco de España, nº 16, 2009, páginas 113-144.

Veasey, N. «*Counseling the Board of Directors of a Delaware Corporation in Distress*», 135 *American Bankruptcy Institute*, 2009, páginas 1-18.

Viguera, R. «Legitimación del socio para instar la nulidad de la compraventa del principal activo de la sociedad (Comentario de la Sentencia del Tribunal Supremo [1ª] de 23 de septiembre de 2014)», *Revista de Derecho Mercantil*, número 297.

Villena, B. y Nieto, C. «Capitalización de deuda y calificación concursal tras el Real Decreto-ley 4/2014», *Diario La Ley*, nº 8357, 18 de julio de 2014.

Virgós, M. y Garcimartín, F.J. *Comentario al Reglamento europeo de insolvencia*, Civitas, Cizur Menor, 2003.

Virgós, M. y Garcimartín, F.J. *Derecho Procesal Civil Internacional. Litigación Internacional*, Civitas, Cizur Menor, 2007, segunda edición.

Vives, F.: «Los conflictos de intereses de los socios con la sociedad en la reforma de la legislación mercantil», *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, número 137, páginas 49-53.

Weil Bankruptcy Blog Annual Review, 2014.

Westbrook, J. «*The Control of Wealth in Bankruptcy*», 82 (4) *Texas Law Review* 795, 2004.

Wruck, K. «*Financial Distress, Reorganization and Organizational Efficiency*», 27 *Journal of Financial Economics* 419, 1990.