

Introducción

A lo largo de los últimos tiempos, los legisladores nacionales han intentado facilitar cada vez más los acuerdos contractuales y cuasicontractuales entre las empresas en dificultades y sus acreedores, sin involucración judicial o con una involucración judicial muy limitada. Esta tendencia aparece también en la inminente Directiva sobre marcos de reestructuración preventiva, cuya aprobación parece estar prevista próximamente.

Este distanciamiento de los procedimientos de insolvencia formales tradicionales, en los cuales los Estados han confiado durante siglos, abre un amplio campo a la autonomía privada, con todas las oportunidades y riesgos que ello conlleva. Las empresas y sus asesores tendrán acceso a nuevas herramientas para lidiar con la crisis y la insolvencia y para permitir una reestructuración más rápida y eficaz. Al mismo tiempo, la disminución de la involucración judicial y de las formalidades procedimentales crea nuevos riesgos para los participantes y para terceros y, quizá, para el sistema económico en su conjunto.

En el corto plazo, el coste de entrar en este “New Deal” para lidiar con las dificultades financieras es un nivel mayor de incertidumbre para todos los implicados, con los costes habituales de asesoramiento adicional, nueva redacción, mayores riesgos y oportunidades desperdiciadas. A lo largo de este periodo, la reducción de la incertidumbre será de máxima importancia y de valor significativo. Las leyes domésticas de los Estados miembros necesitarán responder. Esto plantea un reto delicado para los legisladores nacionales. No deberían ser excesivamente prescriptivos y deberían delegar eficazmente la toma de decisiones en los interesados y en los expertos, quienes conjuntamente son susceptibles de estar mejor informados y tener más incentivos. En el mismo sentido, sin embargo, es necesario que la legislación nacional sienta las condiciones de fondo esenciales para la recopilación y diseminación de información y para la creación de incentivos.

En este contexto, una guía sobre las mejores prácticas puede ser valiosa tanto para los legisladores como para los interesados directos. Puede servir de ayuda a la política legislativa en una jurisdicción al llamar la atención sobre los éxitos y los fracasos de otras. Y puede permitir a los profesionales, asesores, deudores, acreedores y, si es necesario, juzgados a encontrar un terreno común, por ejemplo, a la hora de identificar el momento en el cual el deudor debería comenzar a prepararse para una reestructuración, a la hora de ayudar a redactar planes de alta calidad y, en última instancia, a la hora de distinguir entre los deudores en dificultades viables y los no viables.

Hemos asumido el reto de descubrir y cristalizar algunas de las mejores prácticas más críticas en el terreno. El proyecto ha sido desarrollado por un consorcio de varias universidades: la Università degli Studi di Firenze (coordinadora del proyecto), la Humboldt-Universität zu Berlin (socia) y la Universidad Autónoma de Madrid (socia), con el apoyo del Consejo General del Poder Judicial (miembro asociado), Banca d'Italia (miembro asociado) y el Entrepreneurship Lab Research Center de la Universidad de Bérgamo (miembro asociado).

La investigación viene apoyada por un marco conceptual meticulosamente construido y enriquecida por una amplia y sólida evidencia empírica en cuatro jurisdicciones de la Unión Europea (Alemania, Italia, España y Reino Unido), recopilada entre 2016 y 2018. El proyecto también se refiere a algunas cuestiones esenciales puestas de manifiesto en la Recomendación sobre un nuevo enfoque frente a la insolvencia y el fracaso empresarial (2014/135/EU), y, sobre todo, en la Propuesta de Directiva sobre marcos de reestructuración preventiva [COM(2016) 723 Final].

Este trabajo ha sido posible gracias a una generosa ayuda económica proporcionada por la Comisión Europea (JUST/2014/JCOO/AG/CIVI/7627). La investigación se basa en el análisis de miles de archivos judiciales y en cientos de entrevistas con un amplio abanico de interesados —abogados, auditores, asesores financieros, directores de banco y jueces— en varias jurisdicciones. A todos ellos les agradecemos haber contribuido a este proyecto con sus diversas y valiosas experiencias.

Este Informe Final es el principal resultado de nuestra investigación. Está compuesto por ocho capítulos, cada uno de ellos referido a aspectos esenciales de una reestructuración típica: la identificación a tiempo y la respuesta a la crisis, la equidad del proceso, la estructura típica de un plan de reestructuración, la redacción de planes de alta calidad, la negociación de los planes, la confirmación, ejecución y supervisión de los planes. El documento concluye con un capítulo dedicado a las pymes y micropymes, que constituyen la piedra angular de la mayoría de las economías europeas y cuyas necesidades, sin embargo, a menudo son descuidadas en la normativa.

En cada capítulo, el comentario identifica y explica los problemas principales; las conclusiones toman la forma de “Guías de actuación”, dirigidas a los actores principales en los procesos de reestructuración (procedimientos y medidas judiciales y extrajudiciales); y también se incluyen “Recomendaciones de política legislativa”, dirigidas a los legisladores a nivel comunitario y nacional. Están numeradas separadamente en cada capítulo, y también se agrupan, para una lectura más sencilla, en el Apéndice.

El Informe Final está complementado y enriquecido por varios resultados adicionales de la investigación, que están disponibles gratuitamente en la página web www.codire.eu:

- Los Hallazgos Nacionales de cada jurisdicción que, con abundantes datos cuantitativos y cualitativos, conforman la base de este Informe Final.
- Los Comentarios a la Propuesta de Directiva sobre marcos de reestructuración preventiva [COM(2016) 723 Final], que pretenden contribuir al debate actual en torno al esfuerzo europeo para introducir un marco común para reestructurar las empresas en dificultades financieras pero económicamente viables. Este documento contiene las principales recomendaciones dirigidas a los legisladores europeos, en forma de propuestas completamente desarrolladas para modificar la propuesta que fue publicada el 22 de noviembre de 2016, la única hecha pública.

Los resultados del proyecto son el esfuerzo conjunto de un gran equipo. Agradecemos aquí, por orden alfabético, a Nigel J. Balmer, Francesca Burigo, Alessandro Danovi, Amber Darr, Francesco D’Angelo, Iacopo Donati, Marta Flores, Ilaria Forestieri, Clarisa L. Ganigian, Silvia Giacomelli, Diletta Lenzi, Paola Lucarelli, Monica Marcucci,

Cristiano Martinez, Alfonso S. Nocilla, Tommaso Orlando, Giacomo Rodano, Patrizia Riva, y, en particular, a Wolfgang Zenker y Andrea Zorzi por la sobresaliente calidad de su trabajo y su incansable dedicación al proyecto.

También agradecemos a los ponentes externos de la conferencia celebrada en Bruselas el 5 de julio de 2018, en la cual el equipo del proyecto presentó los principales resultados preliminares de la investigación con miras a diseminar sus hallazgos y recomendaciones, así como para recibir una ronda final de comentarios. Los ponentes fueron Américo Carola, Mihaela Carpus Carcea, Andrea Csóke, Alexander Klauser, Stephan Madaus, Stathis Potamitis, Nico Tollenaar and Ondřej Vondráček. Todos ellos dedicaron su valioso tiempo a leer partes de este documento en fase de borrador y a aportar valoraciones y comentarios críticos que contribuyeron a mejorarlo.

También se recibieron valiosos comentarios de los asistentes, entre los cuales es justo mencionar a Reinhard Dammann, Matti Engelberg, Luciano Panzani, Jennifer Payne, Michael Veder y Bob Wessels. Finalmente, y con carácter muy importante, deseamos realizar un respetuoso tributo al Dr. Shinjiro Takagi, que nos honró viajando desde muy lejos para participar en la conferencia. Este fue uno de los últimos actos públicos de la vida plena y destacada de Tagaki Sensei. El vídeo de la conferencia resulta accesible libremente en el canal de YouTube del proyecto de investigación “Contractualised Distressed Resolution” en la URL www.youtube.com/channel/UCo2dZ_ZL-Id28il4Ub7zTw.

Una contribución increíblemente valiosa, más allá de sus tareas institucionales, fue aportada al proyecto por el Comité Supervisor, compuesto por Charles G. Case III, Irit Ronen-Mevorach, y Jean-Luc Vallens. Deseamos reconocer su entusiasta participación en nuestro trabajo, realizada por pura pasión hacia los temas tratados.

Riz Mokal
Christoph Paulus
Lorenzo Stanghellini
Ignacio Tirado

Aunque el Informe Final es el producto de un esfuerzo colectivo y de discusiones profundas, y su contenido es compartido por todos los miembros del equipo de investigación, la autoría del Capítulo 1 corresponde a Christoph Paulus y Wolfgang Zenker, la autoría del Capítulo 2 corresponde a Riz Mokal, la autoría del Capítulo 3 corresponde a Riz Mokal con ayuda de Charles Case y Lorenzo Stanghellini, la autoría de los Capítulos 4, 5 y 7 corresponde a Lorenzo Stanghellini con ayuda del equipo de investigación italiano, la autoría del Capítulo 6 corresponde a Ignacio Tirado, y la autoría del Capítulo 8 corresponde a Ignacio Tirado con ayuda de Riz Mokal.

Capítulo 1

Identificar y afrontar la crisis a tiempo*

SUMARIO: 1. Sobre la “crisis” y los desencadenantes de los procedimientos de insolvencia y las reestructuraciones. – 2. Sobre la importancia de los desencadenantes tempranos y efectivos. – 3. El reconocimiento de la crisis. – 3.1. Lo que puede hacer la ley. – 3.2. Lo que pueden hacer el deudor/sus administradores y los profesionales contratados. – 3.3. Lo que pueden hacer los acreedores y los socios; en particular, el papel de los acreedores financieros. – 4. Incentivos para la reestructuración. – 5. Reducción de desincentivos. – Anexo 1: Un entorno que favorezca la reestructuración. – Anexo 2: La promoción de un enfoque cooperativo entre el deudor y los bancos.

1. Sobre la “crisis” y los desencadenantes de los procedimientos de insolvencia y las reestructuraciones

Durante literalmente milenios, las leyes reguladoras de la insolvencia han desarrollado indicadores más o menos fiables y exactos que señalan el comienzo del problema de fondo común, como por ejemplo los “actos de insolvencia” (huida del deudor, impago de un crédito reconocido judicialmente, etc.) o algunas definiciones generales (sobreendeudamiento, iliquidez, etc.). Más recientemente, y en numerosos países, el alcance de los procedimientos de insolvencia (e híbridos) se ha ampliado, y sus límites se han difuminado. Los procedimientos de insolvencia pueden ya desencadenarse durante fases de la crisis del deudor más tempranas, y a menudo definidas menos claramente (por ejemplo, insolvencia inminente, probabilidad de insolvencia, dificultades insuperables y conceptos similares)¹. En algunos casos importantes, los procedimientos destinados a encarar la insolvencia pueden incluso ser iniciados por el deudor, sin que sea necesario acreditar, ni incluso afirmar, su estado de insolvencia o crisis².

El proyecto de investigación “Co.Di.Re.” se centra primariamente, aunque no de forma exclusiva, en las reestructuraciones previstas en la ley y/o que implican a las

* Aunque ha sido discutido en profundidad y compartido por todos los miembros del equipo de investigación Co.Di.Re., la autoría de este Capítulo corresponde a Christoph G. Paulus y Wolfgang Zenker.

¹ Por ejemplo, la Ley Concursal española permite a los deudores (no a los acreedores ni a terceros) que soliciten la declaración de concurso no solo cuando son insolventes (insolvencia actual), sino también cuando están al borde de la insolvencia (insolvencia inminente). El concepto de “insolvencia inminente” se define en términos amplios en la ley como una situación en la cual “el deudor prevea que no podrá cumplir regular y puntualmente sus obligaciones” (art. 2.3 LC). La predicción del deudor debe realizarse teniendo en cuenta las expectativas de no poder cumplir sus obligaciones (falta de liquidez o imposibilidad de obtenerla), no la insuficiencia de activos para hacer frente a los pasivos. La incapacidad de pagar a tiempo y con medios regulares ocurrirá en el futuro, a medida que se produzca el vencimiento de las obligaciones. Implica una valoración objetiva de probabilidades. No puede ser únicamente una posibilidad, tiene que ser más probable que se produzca. La ley ha dejado intencionadamente abierto el margen temporal. No existe jurisprudencia clara sobre la cuestión, aunque existe un consenso académico y judicial, basado en una interpretación tanto literal como sistemática, en torno a que la “inminencia” se refiere al corto plazo (por ejemplo, uno o dos meses caen indudablemente dentro del ámbito de la norma).

² Un ejemplo es el “periodo de negociación” o “moratoria del artículo 5 bis” en el Derecho concursal español. Si el deudor es insolvente, y con miras a suspender el deber de solicitar la declaración de concurso, puede informar al juzgado sobre el inicio de las negociaciones para alcanzar cualquiera de los tres tipos de procedimientos extrajudiciales colectivos que allí se describen, o incluso para negociar un convenio judicial anticipado. Esta comunicación es un requisito formal, y solo se produce un control superficial del

autoridades, frente a las reestructuraciones puramente privadas o contractuales. Se trata de reestructuraciones basadas en un plan, que tienen lugar al margen de procedimientos formales de insolvencia, y que, a menudo, permiten que los intereses de la mayoría (que normalmente actúa concertadamente con los gestores del deudor) se impongan eficazmente sobre la minoría. Por un lado, se considera de forma habitual—por ejemplo, en el Reglamento europeo de insolvencia y en la Propuesta de Directiva sobre marcos de reestructuración preventiva (en adelante, la Propuesta de Directiva)— que estos procedimientos evitan, a su vez, los procedimientos de insolvencia (más formales y gravosos), ya que potencialmente pueden iniciarse y desarrollarse también durante fases más tempranas de la crisis del deudor. Por otro lado, con frecuencia se somete a los acreedores y a otros interesados que no han consentido contractualmente (por ejemplo, en las condiciones de los bonos o en los estatutos de la sociedad) a determinado tratamiento, a una paralización de las ejecuciones y/o al voto mayoritario en relación con su crédito u otro interés que puedan tener en el deudor.

La posibilidad de ignorar los derechos de algunas partes interesadas es susceptible de hacer que un determinado procedimiento resulte atractivo para los deudores no solo por la finalidad que pretende, sino por la oportunidad de abuso que genera. En otras palabras, un mero proceso de renegociación que requiera unanimidad y que no imponga restricción alguna (por ejemplo, una moratoria), o un proceso sobre el cual todos los participantes se hayan puesto de acuerdo con antelación, puede iniciarse en cualquier momento, tan pronto como las partes deseen, y sin necesidad de un control judicial. Al contrario, otros procedimientos requerirán la intervención de algún tipo de supervisor. Los requisitos concretos, e incluso el enfoque general,³ dependerá de la cultura legal y judicial de cada país, del marco constitucional y legislativo, y de las especificidades del procedimiento en cuestión, de sus efectos y de los legitimados para iniciarlo (únicamente a instancia del deudor vs. opciones de iniciativa de los acreedores). En consecuencia, resulta completamente imposible realizar recomendaciones que sean válidas con carácter general.

Sin embargo, en términos generales y en particular sobre la base de las experiencias prácticas de los Estados Unidos y del Reino Unido, una reestructuración como tal —a diferencia de ciertas medidas que interfieren con, por ejemplo, los derechos de los acreedores— no debería requerir necesariamente ningún grado específico de crisis o de probabilidad de insolvencia. Se recomienda, por lo tanto, que los procedimientos de reestructuración semi-formales sean puestos a disposición de los deudores sin que estos tengan que superar ningún umbral de crisis o dificultades financieras ni acreditar semejante hecho ante una autoridad judicial o administrativa. Este enfoque permite la existencia de procedimientos no invasivos (o mínimamente invasivos) sin participación de un juez, y promete una reducción del estigma asociado al proceso. El riesgo, ciertamente moderado, de que los deudores inicien tales procedimientos sin tener dificultades financieras o sin necesitar una reestructuración, posiblemente desperdiciando los recursos de otras partes implicadas, puede evitarse articulando un mecanismo de

cumplimiento de los requisitos legales: no se analiza el contenido de la solicitud, y el juez no necesita ver evidencias de la insolvencia del deudor. El juez debe, sin embargo, comprobar que el centro de intereses principales está dentro de su jurisdicción, porque la negociación del artículo 5 bis está dentro del Anexo A del Texto Refundido del Reglamento europeo sobre procedimientos de insolvencia, como uno de los tipos de procedimientos de insolvencia existentes en España.

³ El enfoque general determinará cuales son los criterios abstractos de elegibilidad (el umbral de la crisis), establecerá requisitos de buena fe para prevenir abusos, describirá el nivel de intervención y supervisión judicial en relación con el inicio del procedimiento, la revisión de las medidas individuales, y si el control es *ex ante* o *ex post*.

conclusión del procedimiento mediante una orden administrativa en caso de abuso, a petición de una determinada fracción de los interesados.

Una situación más probable consistirá en que deudores con negocios claramente inviábiles soliciten procedimientos de reestructuración en lugar de una liquidación extrajudicial o concursal, lo cual únicamente mermará todavía más el patrimonio. Semejante escenario también puede evitarse con un mecanismo similar (además de las oportunas solicitudes de concurso necesario y/o el deber de solicitar el inicio de un procedimiento de insolvencia; posiblemente tras el levantamiento de la suspensión de inicio de ejecuciones).

En consecuencia, si este capítulo versa sobre “identificar la crisis a tiempo”, ello no se refiere tanto a los criterios de elegibilidad de algún procedimiento nacional de pre-insolvencia o de insolvencia, ni a algún futuro procedimiento de acuerdo con la Propuesta de Directiva. Tampoco se refiere a un concepto de “crisis” exacta y universalmente definido. Aquí, por crisis simplemente se entiende cualquier situación que requiera actuaciones para salvaguardar o restaurar la viabilidad de un deudor, su valor o cualesquiera intereses en el negocio, idealmente mediante reestructuraciones financieras y/u operacionales. Estas necesarias actuaciones consistirán frecuentemente (al principio) poco más que en una evaluación exhaustiva de la situación del deudor o en una negociación individual con acreedores, clientes o inversores potenciales —pero puede (en el peor de los casos) culminar en la solicitud de inicio de un procedimiento de insolvencia.

Recomendación de política legislativa #1.1 (*Requisitos para iniciar procedimientos de reestructuración*). Los procedimientos de reestructuración a instancia del deudor deberían ser accesibles sin que sea necesario el cumplimiento de ningún umbral, como la existencia de crisis o la probabilidad de insolvencia. Semejantes requisitos únicamente deberían introducirse para instrumentos específicos o medidas que afecten directamente a los derechos de las partes interesadas y (si existen) para los procedimientos iniciados a instancia de los acreedores. Cuando la solicitud provenga de una fracción de los acreedores, una autoridad debería determinar si el procedimiento se ha iniciado abusivamente y, en caso afirmativo, concluirlo.

2. Sobre la importancia de los desencadenantes tempranos y efectivos

Una causa⁴ particularmente importante de la “tendencia” legislativa (*supra*, par. 1) a adelantar los desencadenantes para todo tipo de procedimientos es la percepción de que existen más formas de reaccionar a la crisis, a la insolvencia y al problema de fondo común que la liquidación de los activos del deudor y su distribución entre los acreedores. Los esfuerzos para vender la empresa del deudor en funcionamiento o para reestructurar y “darle la vuelta” al deudor como entidad empresarial, sin embargo, resultan (a) menos invasivos y definitivos y (b) mejores si se adoptan rápidamente, antes de que se arriesguen y se pierdan toda la credibilidad del deudor en el mercado y todos los activos (tangibles e intangibles) que aseguran su viabilidad. La investigación llevada a cabo en las cuatro jurisdicciones consideradas demuestra que los profesionales de las reestructuraciones y de la insolvencia estiman unánimemente que la reacción tardía a una crisis es la causa

⁴ Otra causa, que está de alguna manera conectada a la mencionada más arriba, se encuentra en el remanente habitualmente mínimo que suele llegar a los socios en los procedimientos de liquidación convencionales. Ese remanente tiende a disminuir cuanto más tarde comienza el procedimiento de insolvencia.

aislada más importante para que una empresa devenga insostenible y quede abocada a la liquidación.

Lo anterior parece afectar de forma particular a las pymes y, entre estas, especialmente a las empresas familiares gestionadas por los socios, debido a la menor monitorización, a los inferiores recursos, a la falta de competencia y experiencia de los gestores, a la ausencia de asesores profesionales y a la naturaleza especial de las inversiones financieras (como propietarios) y emocionales de los gestores en el futuro de la empresa, que pueden dar lugar a valoraciones y decisiones irracionales, así como, en general, a una falta de distancia profesional.⁵ Por ello, un reto particular de cara a los esfuerzos (legislativos o de cualquier otro tipo) en el campo de las reestructuraciones es (y seguirá siendo) que las pymes adviertan y reconozcan a tiempo la crisis y la necesidad de reaccionar ante ella.

Para evitar dudas, este capítulo no solo se refiere a los procedimientos de reestructuración e insolvencia y sus desencadenantes, sino también —y, hasta cierto punto, incluso especialmente— a los esfuerzos de reestructuración extrajudiciales y meramente contractuales o basados en la negociación. Estos suelen ser la primera medida que toman en consideración los deudores, antes incluso de plantearse el inicio de cualquier procedimiento legal que, dependiendo de su diseño en cada Ordenamiento jurídico, puede generar costes adicionales, publicidad indeseada, inseguridad, pérdida de control u otros efectos adversos. En consecuencia, a los efectos de este capítulo, se asume que existe una variedad más o menos amplia de mecanismos diferentes de reestructuración (y liquidación), y buscaremos vías para:

- Facilitar que la crisis sea advertida, identificada y reconocida a tiempo (par. 3),
- Incentivar que el deudor y/u otras partes interesadas actúen en consecuencia y (asumiendo la viabilidad) aspiren a una reestructuración (par. 4), y
- Eliminar los desincentivos (par. 5).
- En un anexo, se realizarán una serie de breves observaciones sobre la percibida ausencia y la deseabilidad de un entorno legal que favorezca las

⁵ Las investigaciones empíricas muestran que la estructura de gobierno de una sociedad es relevante a la hora de afrontar a tiempo las dificultades. Por ejemplo, los hallazgos nacionales de Italia señalan que las empresas familiares, en las cuales los administradores se encuentran totalmente alineados con los socios, tienden a procrastinar a la hora de enfrentarse a la crisis. Las evidencias cualitativas reunidas muestran que las empresas familiares se enfrentan a las dificultades del negocio cuando ya no queda espacio para una reestructuración. Un posible motivo es que, en las empresas familiares, los administradores suelen ser también socios, y por lo tanto tienden a demorar la reestructuración, debido al riesgo de incurrir en responsabilidad personal. Estos datos han salido a relucir en varias entrevistas realizadas por el equipo italiano a profesionales que asesoran tanto a deudores como a acreedores.

En Italia, un patrón semejante tiene lugar en el caso de las sociedades de capital privado gestionadas profesionalmente, probablemente debido a los incentivos que los socios del fondo de capital tienen para evitar comunicar la insolvencia a los inversores. Véanse los resultados de la parte cualitativa de la investigación empírica italiana publicados en la página web www.codire.eu.

Estos resultados son consistentes con los obtenidos en España. Véanse los resultados de la investigación empírica española publicados en la página web www.codire.eu.

reestructuraciones (Anexo 1) y sobre la necesidad de establecer un enfoque cooperativo entre el deudor y los bancos (Anexo 2).

3. El reconocimiento de la crisis

3.1. Lo que puede hacer la ley

La ley puede principalmente proporcionar sistemas de monitorización y alerta temprana que pretendan asegurar que los administradores de la sociedad son conscientes —sin excesiva dilación— de cualquier desarrollo adverso de la empresa y de las finanzas de la compañía, en particular las cifras contables clave (facturación, beneficios/pérdidas, etc.), agotamiento de las reservas (estatutarias o voluntarias), problemas potenciales con los principales clientes, y especialmente cualesquiera preocupaciones en relación con la liquidez/solvencia de la compañía. Las normas (imperativas o dispositivas) de gobierno corporativo de muchos países exigen ya que, al menos determinadas sociedades (por ejemplo, en función del tamaño, de la forma societaria o de si cotizan o no), instalen estos sistemas (v. gr., en Italia, el *collegio sindacale*); en otras sociedades también constituye un deber general de los administradores el mantenerse al tanto de la marcha del negocio y el prestar atención a cualesquiera acontecimientos que requieran una intervención en beneficio de la compañía.

La Propuesta de Directiva también contiene una disposición en este sentido: su artículo 3 exige (para las pymes, al menos) el acceso los mecanismos de alerta temprana (que no se especifican) susceptibles de detectar un empeoramiento del negocio y que señalen la necesidad de actuar con urgencia, así como el acceso a información relativa a la disponibilidad de mecanismos de alerta temprana y de reestructuración. El Considerando 13 muestra que la instalación y el uso de estas herramientas de alerta temprana deberían ser asequibles, y el Considerando 16 menciona, como ejemplos, las obligaciones en materia de contabilidad y supervisión que se imponen al deudor o a sus administradores, las obligaciones de información en virtud de contratos de préstamo, así como los incentivos u obligaciones para terceros de advertir sobre cualquier hecho negativo. Si bien la calificación de los deberes del deudor o de los administradores como “herramientas” (a las cuales debe darse acceso y sobre las cuales debe informarse a los deudores) puede considerarse muy creativa y, de hecho, eufemística, este enfoque parece, teóricamente, razonable.⁶

Sus problemas radican en la vertiente práctica. En algunas jurisdicciones, los profesionales de la insolvencia y de las reestructuraciones reportan que, en muchos casos y en particular en el caso de las pymes, la contabilidad del deudor no está en orden (frecuentemente se asemeja a una caja de zapatos llena de recibos), no existen auditorías de desempeño adecuadas y no es extraño que los administradores ignoren el estado de los asuntos diarios que afectan a su compañía, ni que carezcan de las competencias necesarias en materia de negocios y finanzas.⁷ Adicionalmente, incluso los deudores y los

⁶ El famoso deber alemán de presentar la solicitud cuando concurre una razón para la apertura conforme a la sección 15a de la *Insolvenzordnung*, en relación con el sobreendeudamiento, pretende ser un sistema de alerta temprana, ya que, de esta manera, el deudor debe controlar continuamente su estado financiero. En la práctica, sin embargo, esto raramente se cumple.

⁷ Este es el caso, por ejemplo, de Italia, donde las empresas más pequeñas suelen tener un inadecuado sistema de información interna, lo cual no permite una detección temprana de la crisis. Igualmente en España, donde la opinión general sobre las causas que explican el retraso en buscar asesoramiento especializado para las pymes se vinculan normalmente con el contexto y la motivación de los deudores, más que en relación con el marco legal (el cual, en realidad, trata de incentivar la adopción de soluciones tempranas a la crisis). La cultura de insolvencia de los pequeños deudores es débil, en el sentido de que los

administradores que son plenamente conscientes de los hechos a menudo rechazan sacar las conclusiones obvias que se derivan de los mismos, y se agarran a un clavo ardiendo para justificar por qué la situación no es tan nefasta como sugieren las cuentas de la compañía⁸. Ambos aspectos amenazan la efectividad de los sistemas de alerta temprana —especialmente con los deudores que más los necesitan y que la Propuesta de Directiva tiene en mente.

El refuerzo, la ampliación o el simple cumplimiento coactivo de los deberes ya existentes y la exigencia de las correspondientes responsabilidades civiles y penales o, por ejemplo, el requerimiento a los emprendedores o a los administradores de ciertos conocimientos básicos en contabilidad y finanzas antes de comenzar o de gestionar una empresa, contribuirían a incrementar todavía más los costes de transacción de hacer negocios, y podrían llegar a interferir con el emprendimiento y el crecimiento económico. Alcanzar el equilibrio adecuado se ha revelado como una tarea delicada para los legisladores.

En cualquier caso, sin embargo, los sistemas de alerta temprana generales⁹ deberían ser asequibles y sencillos de implantar. Sobre los administradores debería pesar un deber genérico de monitorizar constantemente el negocio y su desarrollo, particularmente en relación con las transacciones que superen un cierto umbral respecto del tamaño de la compañía, las cuentas y las condiciones con los clientes y los proveedores clave, los flujos de caja y la liquidez, así como de reunir informes periódicos o balances para los accionistas y/o las autoridades (en particular, las tributarias). La auditoría periódica de las cuentas resulta, probablemente, demasiado costosa como para convertirla en un requisito universal. Los contables externos, los asesores tributarios, los auditores y otros profesionales semejantes a los cuales pueda recurrir el deudor, así como (en particular) los empleados —que mantienen un contacto más cercano con el día a día del negocio que los administradores y, especialmente en las empresas más grandes, casi siempre tendrán constancia de cierto tipo de problemas con más antelación— deberían estar sometidos al deber (como mínimo) de alertar a los administradores de cualesquiera hechos que adviertan¹⁰ y que pongan en peligro la viabilidad de la empresa. Los administradores deberían tener que informar a los empleados de la existencia de esta obligación y elaborar guías de actuación —si la ley no las proporciona ya— que enumeren determinados acontecimientos que siempre constituyen un hecho perjudicial, con carácter específico para el negocio del deudor. Concretamente para las pymes, estas guías de

diferentes mecanismos que ofrece el sistema legal permanecen ignorados en buena medida por aquellos, especialmente en lo referente a las soluciones contractuales. A menudo estas derivan del consejo inadecuado de los asesores jurídicos internos/externos, con poca o ninguna formación específica en materia de insolvencia. Véanse los resultados de la investigación empírica española publicados en la página web www.codire.eu.

⁸ Ciertamente, la investigación empírica realizada en España muestra que dos actitudes resultan particularmente habituales en los deudores de pequeño tamaño y tienden a demorar cualquier decisión relacionada con la insolvencia. La primera es la negación de la situación crítica que puede estar afectando al negocio (el síndrome del avestruz). La segunda actitud que pone en peligro el uso de soluciones preventivas es la creencia de que, tarde o temprano, la crisis pasará. Véanse los resultados de la investigación empírica española publicados en la página web www.codire.eu.

⁹ En contraposición, posiblemente, a sistemas más sofisticados de alerta temprana que la ley puede exigir a las sociedades más grandes y/o cotizadas, en particular cuando la responsabilidad de los accionistas o los socios está limitada legalmente (como en las sociedades anónimas o de responsabilidad limitada) o de facto (como en las sociedades en las que la responsabilidad legalmente ilimitada recae, a su vez, sobre una sociedad de responsabilidad limitada, como ocurre, por ejemplo, con las GmbH & Co. KG alemanas).

¹⁰ La obligación no escrita de buscar activamente el acontecimiento de hechos semejantes, sin embargo, iría probablemente demasiado lejos, al menos en el caso de las pymes, ya que ello afectaría enormemente a los costes de los servicios prestados por los auditores externos y los consultores, o al coste de la mano de obra.

actuación —a diferencia de los “testamentos en vida” para los bancos— no deberían requerir un alto nivel de sofisticación, actualizaciones periódicas, informes profesionales, departamentos de cumplimiento normativo, etc., de modo que no imponen una gran carga financiera u organizativa sobre el deudor.

Estos acontecimientos desencadenantes de una alerta inmediata pueden denominarse “eventos de crisis”. Ejemplos notorios podrían ser las pérdidas que superen un determinado umbral (también en función del capital y las reservas de la compañía), la pérdida o la insolvencia de uno de los principales clientes o proveedores, la pérdida de empleados clave, el cambio en el precio de los suministros (o, en general, la pérdida de términos favorables de negocio con los principales clientes o proveedores), la caída en los pedidos ordenados por los principales clientes, el vencimiento de los contratos de préstamo, créditos vencidos e impagados por encima de cierto umbral, problemas de liquidez que den lugar a impagos de deudas exigibles, en general cualquier incumplimiento de las obligaciones de la empresa, ejecuciones, ventas forzosas o actuaciones de cobro coactivo, la progresión negativa de la calificación del crédito, etc.¹¹ Cualquier alerta semejante debería dar lugar a una valoración exhaustiva por parte de la administración de la situación de la empresa, de su viabilidad y de la necesidad de una reestructuración.

Una intrigante e importante pregunta que los legisladores deben responder a la hora de confeccionar estas herramientas de alerta temprana o sistemas de notificación es si la alerta debe dirigirse exclusivamente al deudor o a los administradores respectivamente, o si los socios, empleados, acreedores o, por ejemplo, una institución pública o semi-pública como un juzgado o un cuerpo de profesionales deberían, en este punto, involucrarse (cfr., la *procédure d’alerte* francesa o la proyectada regulación italiana), ya sea de forma directa o a través de la administración de la sociedad. Involucrar a terceros puede servir como incentivo para los administradores no ignoren la alerta (ver también *ultra*, par. 4), incrementándose así la eficacia del sistema. Por otra parte, cualquier publicidad que se derive de lo anterior pondría todavía más en peligro al deudor (por los efectos reputacionales, así como por el impacto comercial o financiero más inmediato que tendría una crisis potencial hecha pública), invitaría al abuso por parte (por ejemplo) de competidores o de empleados insatisfechos, implicaría gastos para el deudor o para los contribuyentes y afectaría a cualquier procedimiento colectivo destinado a resolver la crisis. En particular, el deber de los empleados de informar a su empleador también daría lugar a una serie de conflictos, y por lo tanto parece, como poco, problemático.

En general, consideramos que los administradores deberían estar sometidos a la obligación de informar a los socios sobre estos acontecimientos en las juntas ordinarias —sin perjuicio de las actuales obligaciones de publicar “ad hoc” información interna que ya existen para las sociedades cotizadas— y, en caso de grandes pérdidas u otros eventos susceptibles de hacer que la insolvencia sea muy probable o inevitable, los socios deberían ser informados en una junta extraordinaria o mediante una comunicación escrita. En los demás casos, la decisión relativa al suministro de información a los socios debería

¹¹ En Italia, los principales desencadenantes de las reestructuraciones suelen ser: (i) las restricciones de liquidez y (ii) las normas relativas a la conservación del capital. En algunos casos, el verdadero desencadenante es el incumplimiento de las normas de conservación del capital para las sociedades cotizadas y de responsabilidad limitada al amparo de los artículos 2446/2447 y 2482-bis/2482-ter del Código Civil italiano (esto es, la regla “recapitaliza o liquida”, que obliga a liquidar si el capital mínimo no se restaura en un breve periodo de tiempo).

—como ocurre con la información a los acreedores¹²— quedar dentro del ámbito de discrecionalidad de los administradores. La intervención obligatoria de juzgados u otras autoridades podría ser de gran utilidad, especialmente para ayudar a que los administradores de pymes evalúen mejor la situación. En relación con los costes adicionales y la cuestionable exigibilidad de esta intervención, surgen dudas, sin embargo, a la hora de definirla como una recomendación de política legislativa. Resulta necesario incentivar, en cualquier caso, las iniciativas encaminadas a ofrecer a los administradores de las pymes asesoramiento (voluntario) gratuito o asequible en relación con el estado del deudor, la evaluación de la crisis y la viabilidad de las soluciones,¹³ con la única advertencia de que la financiación pública no debería crear riesgos morales ni externalizar indebidamente los costes a los contribuyentes. Una alternativa consistiría en el aseguramiento voluntario u obligatorio de los costes derivados de la reestructuración (y, en particular, los de asesoramiento).

Si bien existen sólidos argumentos a favor, no se defiende el establecimiento de obligaciones legales (más allá de incentivos y estímulos) sobre los acreedores institucionales —públicos o privados— para que estos comuniquen hechos negativos, como señala el Considerando 16 de la Propuesta de Directiva. Los acreedores son quienes más sufren con la crisis, y no deberían ser también sometidos a obligaciones (y, posiblemente, a responsabilidad u otros agravios en caso de incumplimiento) con la finalidad de resolver la crisis.

Recomendación de política legislativa #1.2 (*Sistemas de alerta temprana*). La ley debería establecer sistemas de alerta temprana universales, así como el deber de los administradores de monitorizar constantemente el desarrollo de la actividad empresarial en búsqueda de señales de una crisis. Esto debería resultar de aplicación a todas las empresas, con independencia de sus particularidades legales y de su tamaño —aunque cabe el establecimiento de requisitos adicionales para las empresas de gran tamaño y/o las cotizadas.

Recomendación de política legislativa #1.3 (*Deber de definir los eventos de crisis*). La ley debería definir los eventos de crisis genéricos, así como establecer el deber de los administradores de definir los eventos de crisis específicos que desencadenan las alertas por parte de los empleados y, por ejemplo, auditores, contables y asesores. Un evento de crisis particularmente importante debe ser cualquier incumplimiento por parte del deudor.

Recomendación de política legislativa #1.4 (*Labor de los administradores en relación con las alertas tempranas*). Todas las alertas deben ir dirigidas a los administradores, quienes, en general, deberán considerar cómo mejor salvaguardar los intereses del conjunto de los acreedores y decidir, discrecionalmente, si involucrar a terceros (socios, acreedores, juzgados, otras autoridades). Esta discrecionalidad puede ser

¹² A menos que el deber de informar al acreedor se derive, por ejemplo, de un contrato entre las partes, o de la ley, como puede ocurrir con los empleados (cfr. sección 106 de la BetrVG), o a menos que el acreedor realice una consulta específica (por ejemplo, un acreedor financiero para actualizar su documentación de riesgo crediticio).

¹³ En Alemania, por ejemplo, las Cámaras de Comercio e Industria locales y el KfW (banco de desarrollo de titularidad pública) ofrecen programas de asesoramiento subvencionado de detección de la crisis (mesas redondas) y sobre reestructuraciones.

limitada mediante normas jurídicas con la finalidad de proteger, por ejemplo, al mercado o a los empleados, o mediante obligaciones contractuales o a través de los deberes genéricos de los administradores hacia los socios.

Recomendación de política legislativa #1.5 (*Asesoramiento asequible para pymes de cara a prevenir y afrontar la crisis*). Algunas instituciones públicas o profesionales, como las cámaras de comercio e industria, deberían plantearse ofrecer asesoramiento gratuito o asequible para pymes de cara a implantar sistemas de alerta temprana, así como para evaluar la crisis y la reacción adecuada.

3.2. Lo que pueden hacer el deudor/sus administradores y los profesionales contratados

Evidentemente, el deudor y sus administradores pueden y deben cumplir la ley (cumplimiento normativo o “compliance”), observar las normas de “soft law” (por ejemplo, los códigos de gobierno corporativo), poner en marcha un sistema de alertas tempranas e instruir a sus empleados correspondientemente. Además, incluso en caso de ausencia de la regulación sugerida en los párrafos que anteceden (*supra*, par. 1), los empresarios individuales y los administradores societarios pueden y deberían adoptar voluntariamente los sistemas de alerta temprana antes descritos —en particular, fomentar o dirigir a los empleados para que les alerten sin dilación ante cualquier acontecimiento o suceso potencialmente perjudicial y peligroso en el transcurso de la marcha del negocio—, así como mantenerse informados acerca del estado de las finanzas de su empresa y, en particular, de las previsiones de flujos de caja/liquidez. Podría defenderse que la adopción voluntaria de sistemas de alerta temprana, a falta de normas específicas, debería ser obligatoria sobre la base de los estándares generales de conducta que deben observar los empresarios individuales y los administradores societarios (quienes soportarían el riesgo de una potencial responsabilidad por negligencia en caso de incumplimiento).

Incluso en la medida en que no se trate de un requisito legalmente establecido, los empresarios individuales y los administradores societarios deberían equiparse con básicos conocimientos generales sobre contabilidad y finanzas, llevar los libros contables al día y en orden, y asegurarse de que se cumplen las obligaciones de información y de auditoría (incluyendo la presentación a tiempo de las declaraciones de impuestos). Se recomienda apoyar estos esfuerzos mediante el ofrecimiento a los empresarios individuales y a los administradores de pymes formación asequible, financiada con fondos públicos, relativa a sus obligaciones y a conocimientos empresariales de carácter general, por ejemplo, a través de instituciones públicas o profesionales (principalmente cámaras de comercio e industria, etc.).

Los empresarios individuales y los administradores societarios deben ser conscientes en todo momento de sus propias limitaciones y hacer uso (con atención a los costes y a su impacto sobre las finanzas del negocio) de asesoramiento y apoyo, por parte de los empleados u otros profesionales como abogados, consultores fiscales o de negocio, auditores. Es necesario suministrar a los profesionales contratados información actualizada y veraz, así como proporcionarles acceso a todos los datos y empleados relevantes, y encargarles con la evaluación del estado de la empresa y su viabilidad presente y futura. Incluso en aquellos casos en los que semejante deber no puede derivarse

del Ordenamiento jurídico, de los estándares profesionales o de los contratos particulares,¹⁴ los asesores o auditores contratados deberían analizar la información que les ha sido proporcionada (así como la ausencia de cierta información) en busca de señales que evidencien una crisis y la necesidad de una reestructuración, comunicar a los administradores sus hallazgos o cualquier duda razonable, y recomendarles opciones para evaluar más detalladamente la situación y afrontarla. Cualquier comunicación en este sentido debe ser franca e inequívoca, y debe constar por escrito — al fin y al cabo, puede que los administradores prefieran ignorar o rechacen aceptar la amenaza de insolvencia y busquen interpretaciones alternativas. En tal caso, los asesores deben mantenerse firmes y no ofrecer excusas para la crisis. La investigación muestra que, en varias ocasiones, los esfuerzos de reestructuración en pymes han sido iniciados por auditores (en caso de existir) y consultores fiscales (en Alemania), al alertar a los administradores sobre una (potencial) crisis.

Guía de actuación #1.1 (Sistemas de alerta temprana voluntarios). Incluso en caso de ausencia de deberes legales o de estándares reconocidos, los deudores deberían instalar sistemas de alerta temprana adecuados que monitoricen el negocio en busca de indicadores de una crisis/eventos de crisis. Deberían instruir y dirigir a los empleados para que reconozcan estos indicadores y alerten a los administradores sin dilación.

Recomendación de política legislativa #1.6 (Formación básica en contabilidad, empresa y finanzas). Los empresarios individuales y los administradores societarios deberían tener acceso a formación básica en materia de contabilidad, empresa y finanzas, así como sobre sus deberes legales.

Guía de actuación #1.2 (Acceso de los asesores a información actual y veraz). Los asesores profesionales contratados por el deudor deberían tener acceso a información actual y veraz, tener asignada la tarea de valorarla en busca de señales que indiquen una crisis, y aconsejar a los administradores en consecuencia.

3.3. Lo que pueden hacer los acreedores y los socios; en particular, el papel de los acreedores financieros

Como se ha señalado antes (*supra*, par. 1), los acreedores no deberían, con carácter general, estar sometidos a la obligación de mantenerse informados sobre el estado financiero, el éxito empresarial o la viabilidad de sus deudores, ni mucho menos alertar activamente a los deudores o a instituciones públicas sobre problemas que hayan detectado en relación con los negocios de aquellos.

La excepción más señalada a esta regla general se refiere a los bancos y otras entidades financieras, ya que se encuentran legalmente obligados a evaluar y mitigar su

¹⁴ En el caso de Alemania, véase la resolución de la Corte Federal de Justicia (Bundesgerichtshof), de 26 de enero de 2017, caso IX ZR 285/14, ECLI:DE:BGH:2017:260117UIXZR285.14.0, que esboza los deberes de un asesor fiscal que fue contratado para redactar un borrador de las cuentas anuales y afirma que los mismos consisten en: (a) evaluar la viabilidad del negocio y (b) alertar a los administradores en caso de insolvencia material. También se refiere a los correspondientes deberes de los administradores cuando la información que se les ha proporcionado claramente apoya este hallazgo.

exposición al riesgo. En este contexto, al menos en el caso de préstamos u otras formas de concesión de crédito por encima de cierto umbral, deben requerir al deudor que proporcione información muy detallada sobre su situación económica y financiera, para así evaluar su viabilidad. Ello no constituye una mera obligación de control inicial, sino que se trata de un deber constante que se mantiene a lo largo de toda la exposición al riesgo crediticio del deudor. Además, los reguladores europeos han introducido una serie de requisitos adicionales de monitorización, en respuesta a la crisis financiera y al incremento masivo de préstamos de dudoso cobro (NPL, “non-performing loans”) que esta generó. Muchos de estos nuevos requisitos podrían jugar un importante papel en la identificación y la gestión de las situaciones de crisis.

Una medida organizativa que los supervisores recomiendan particularmente es el establecimiento de unidades de trabajo dedicadas a gestionar las exposiciones de dudoso cobro (NPE, “non-performing exposures”), separadas de las funciones de concesión de préstamos,¹⁵ para así eliminar potenciales conflictos de intereses y asegurar la intervención de personal especializado y con experiencia.

Las guías de actuación establecidas por los supervisores prescriben que determinadas unidades de los prestamistas deberían interactuar con el prestatario durante todo el ciclo de vida de la exposición a un riesgo de impago; también indican en qué deberían centrarse sus actividades durante cada fase de ese ciclo. Ello debería dar lugar a que los prestamistas adquieran un rol activo a la hora de hacer que el deudor tome conciencia a tiempo de las dificultades y adopte medidas tempranas. Las guías de actuación de los supervisores, en particular, exigen a los bancos que implementen a nivel interno una serie de herramientas de monitorización de los créditos, así como procedimientos e indicadores de alerta temprana (tanto a nivel de cartera de créditos como para cada prestatario), para así identificar tempranamente el empeoramiento de la situación de un cliente. También se recomienda a los bancos que desarrollen alertas automáticas específicas a nivel de cada prestatario, de forma que se activen en caso de incumplimiento de determinados indicadores de alerta temprana. Si semejantes incumplimientos tienen lugar, los bancos deberían involucrar a ciertas unidades de trabajo para que evalúen la situación financiera del cliente y sopesen las soluciones potenciales con la parte contraria.

Un sistema de alerta temprana establecido a nivel del prestatario, complementado con valoraciones financieras más amplias llevadas a cabo a nivel de cartera y de segmentos de deuda, debería permitir a los bancos el desarrollo de soluciones de recuperación personalizadas en fases muy tempranas.

Los hallazgos de la investigación muestran que, en el contexto actual, los bancos, al igual que los asesores fiscales y los auditores (*supra*, par. 2), son ya muy frecuentemente los principales instigadores de reestructuraciones y negociaciones.

Merece la pena recordar, en cualquier caso, que tanto los requisitos prudenciales como las expectativas de los supervisores en materia de gestión de préstamos dudosos pretenden incentivar que los intermediarios adopten conductas eficientes y prudentes en la gestión de los riesgos crediticios; las acciones de los bancos al respecto, o su falta de iniciativas adecuadas, serán evaluadas por los supervisores y pueden desencadenar actuaciones al respecto. No deberían interpretarse —en línea con *supra*, par. 1— como la imposición sobre los bancos de deberes específicos de informar a los deudores o de tomar la iniciativa en sustitución de los deudores inactivos. Los bancos pueden ofrecer su

¹⁵ Véase *infra*, Capítulo 5, notas al pie 14 y 16.

asistencia o requerir a los prestatarios que participen en la búsqueda de soluciones, y se les recomienda que actúen así por razones prudenciales, pero los prestatarios son los únicos responsables de gestionar las dificultades que atraviesen, pues ello forma parte de su actividad emprendedora, y pueden, en consecuencia, ser declarados responsables frente a otras partes interesadas por no adoptar medidas a tiempo. Los bancos, por su parte, deberían, como regla general, evitar interferir con la gestión de los negocios de sus clientes, tanto en épocas de bonanza como en tiempos de crisis.

Por lo tanto, y con independencia incluso de las obligaciones especiales de suministro de información que puedan pesar sobre el deudor, los acreedores financieros —en particular, cuando sea el caso, el banco con el cual el deudor realiza la mayor parte de sus transacciones¹⁶— se encuentran a menudo en una situación privilegiada (junto con ciertos acreedores públicos institucionales, como las autoridades tributarias y de la Seguridad Social), debido a la cantidad de información y al conocimiento sobre la situación del deudor y sus finanzas que tienen a su disposición. Adicionalmente, los préstamos y otros contratos financieros de cierto importe suelen incorporar varios compromisos financieros (“financial covenants”), que incluyen mecanismos de control y deberes de suministros de información, tanto periódica como en caso de ocurrencia de ciertos acontecimientos (pérdida de capital, liquidez en peligro, incremento del endeudamiento, etc.). Si el deudor cumple las obligaciones que se derivan de estos compromisos, el correspondiente acreedor recibe alertas de crisis y puede —incluso en caso de que el deudor no las tome en serio o directamente las ignore— entablar un diálogo con el deudor y (si es necesario) presionarle para que actúe sobre la crisis e intente una reestructuración, bajo la amenaza del vencimiento anticipado de los préstamos o la resolución de los contratos de financiación. La investigación cualitativa que hemos llevado a cabo a través de entrevistas con expertos, concreta pero no exclusivamente en Alemania, muestra que los compromisos financieros que establecen deberes contractuales de información (probablemente, en particular, en el caso de las empresas de mediano tamaño)¹⁷ juegan un importante y beneficioso papel en este contexto.¹⁸

Aunque, con carácter general, la monitorización de la situación financiera del deudor o la búsqueda de señales de crisis no constituyen obligaciones del acreedor, normalmente el reconocimiento de la crisis es en su propio interés, dado que le permite ajustar sus acuerdos presentes y futuros con el deudor en consecuencia (por ejemplo, no concediéndole crédito y exigiendo pagos en metálico) y animar y apoyar activamente los esfuerzos del deudor por alcanzar una reestructuración o cualesquiera otras vías que solucionen la crisis —sin que ello implique influir indebidamente en el deudor e interferir en su negocio. Probablemente el único —si bien muy importante— potencial inconveniente de este conocimiento puede derivarse de una mayor exposición a la

¹⁶ En algunas jurisdicciones, destacadamente en Alemania dentro de las cuatro que se han examinado, los deudores tienden —tradicionalmente, pero en cierta medida de forma predominante— a llevar la mayor parte de su negocio (cuentas corrientes, préstamos, garantías, etc.) con un único banco (“*Hausbank*”). En otras jurisdicciones, al contrario, los empresarios recurren a varios bancos (préstamos múltiples), incluso cuando la empresa es pequeña (es el caso de Italia). En cambio, la investigación empírica llevada a cabo en España muestra que la existencia de un banco principal (y a veces único) es una característica general de las pymes.

¹⁷ Las grandes empresas no suelen necesitar este catalizador externo, mientras que las micro y (muy) pequeñas empresas no suelen contratar préstamos de un volumen tal que conlleven sofisticados compromisos financieros.

¹⁸ Lo mismo ocurre en Italia, donde la investigación cualitativa ha mostrado que los compromisos financieros incluidos en los contratos de los cuales el deudor ya era parte *antes* de la reestructuración, pueden jugar un papel crucial en señalar la crisis financiera. Los hallazgos nacionales italianos indican que las empresas en dificultades que previamente participaban en contratos de financiación que incluían compromisos financieros casi siempre los han incumplido.

exigencia de responsabilidad (principalmente civil) y, en particular, la posterior rescisión de los pagos recibidos del deudor (cfr. *infra*, par. 5).

Los medios de que disponen los acreedores no financieros para monitorizar la situación financiera del deudor son, sin embargo, muy limitados; mayormente, las herramientas más simples y también más accesibles consisten en observar los pagos del deudor (¿se producen a tiempo e íntegramente?), intentar el cobro de los créditos impagados, en determinado momento comenzar a exigir explicaciones plausibles y no aceptar respuestas vagas o evasivas, ni el silencio por respuesta. Nuestra experiencia muestra que las consultas a las agencias de crédito que proporcionan calificaciones crediticias y otra información comercial sobre los deudores tienen un valor limitado, pues se basan en información públicamente disponible y en los informes de otros acreedores, de modo que siempre operan con cierto retraso (a menudo, considerable) —si una consulta semejante obtiene por respuesta una señal de alarma, debería tomarse seriamente, mientras que una calificación crediticia correcta o buena no debería interpretarse como que no existe riesgo alguno.

Al igual que los acreedores, o inicialmente incluso con mayor intensidad, los socios deberían estar muy interesados en que se produzca una reestructuración temprana en el caso de que la compañía se dirija hacia una crisis, dado que sus participaciones en el capital se ven afectadas y devaluadas antes incluso que los créditos de los acreedores.¹⁹ En una liquidación concursal, ya sea fragmentada o a través de la enajenación unitaria de la empresa, los socios casi siempre se quedarán con las manos vacías. A pesar de ello, la investigación cualitativa muestra que, en particular, los socios de empresas familiares, así como los inversores de capital privado, tienden a demorar las reestructuraciones. Dependiendo de la forma societaria de la compañía, de sus estatutos, de la distribución del capital y del nivel de implicación de los socios en la administración de la sociedad, el grado de conocimiento que los socios tienen sobre las finanzas de la empresa y su viabilidad varía enormemente. Por lo tanto, no existen guías de actuación universalmente válidas para los socios en este nivel —más allá de que muestren interés en la empresa, que hagan uso de los derechos inherentes a la condición de socio y que animen a los administradores a afrontar la crisis con rapidez.

Guía de actuación #1.3 (*Valoración de la situación financiera del deudor por parte de los bancos*). Las instituciones financieras y otros acreedores institucionales con acceso privilegiado a información financiera relativa al deudor deberían evaluarla en busca de indicadores de una crisis potencial. En determinados casos, los préstamos y otros contratos de financiación deberían contener compromisos financieros que impongan al deudor el deber de suministro periódico y ad hoc —bajo determinadas circunstancias— de información.

Guía de actuación #1.4 (*Debate sobre la situación financiera del deudor a iniciativa de un acreedor o un tercero*). En el caso de que un acreedor (o socio) adquiriera conocimiento de indicadores que acrediten con suficiente fuerza la existencia de una

¹⁹ Esto significa, a su vez, que la situación para los socios cambia completamente una vez están “fuera del dinero” y tienen poco o nada que perder. A partir de ese momento, probablemente se muestren indiferentes o incluso interesados en mantener la empresa en funcionamiento, opongan resistencia o arriesguen demasiado con la esperanza de una resurrección, dado que seguramente quedarían totalmente desposeídos en una reestructuración. Una forma de abordar este problema consiste en permitir a los socios que retengan parte de sus intereses en la empresa incluso tras la reestructuración. La “regla de prioridad relativa” que se recomienda en este Informe (cfr. Capítulo 2) tiene esta finalidad.

crisis del deudor, deberían ponerse en contacto con este con la finalidad de debatir abiertamente la situación y las opciones para afrontarla.

4. Incentivos para la reestructuración

La experiencia muestra que los deudores y los administradores se muestran a menudo reticentes a admitir la crisis y afrontarla abiertamente —en particular mediante la solicitud de inicio de un procedimiento de insolvencia u otro susceptible de tener efectos similares (sobre su reputación, su control sobre la compañía o, especialmente en el caso de las empresas familiares, su inversión).²⁰ Los impulsos externos por parte de los asesores (*supra*, par. 3.2) o de los acreedores (*supra*, par. 3.3) pueden ayudar, pero en modo alguno garantizan que los administradores vayan a aceptar que la situación es seria y requiere de su actuación.

Los incentivos pueden revestir la forma proverbial de la zanahoria atada a un palo —el enfoque que predomina en la actualidad en varios Ordenamientos jurídicos en materia de responsabilidad de administradores es un palo llamado “responsabilidad”—. Esta responsabilidad puede venir en varias formas y formatos (general o restringida a cierto tipo de sociedades; civil o penal; en el caso de la responsabilidad civil, esta puede ser a favor de la sociedad o directamente a favor de los acreedores, basada en actuaciones desleales, en la no reestructuración, en la falta de solicitud temporánea de inicio de un procedimiento de insolvencia o en otros incumplimientos de cualquier índole; la obligación de adelantar los costes de un procedimiento de insolvencia, etc.). Conforme a nuestra investigación, el denominador más común de todos estos tipos de responsabilidad es que no operan *de manera fiable* como incentivos eficaces, en particular en lo que a las pymes se refiere.²¹ Sin embargo, funcionan en algunos casos —especialmente (aunque no solo) para las sociedades de mayor tamaño con administradores profesionales que no ostentan participaciones significativas en el capital, y normalmente añaden una capa extra de protección para los acreedores, ya sea concediéndoles acción directa contra los administradores o bien (más fácilmente) permitiendo a la sociedad ejercitar acciones contra los administradores negligentes o, cuando menos, imprudentes.

En consecuencia, la responsabilidad ocupa su lugar en el Ordenamiento jurídico. Por eso tiene todo el sentido que el artículo 18 de la Propuesta de Directiva exija a los Estados miembros que garanticen que, cuando exista una probabilidad de insolvencia, los administradores deberán, *inter alia*, adoptar medidas razonables para evaluar la crisis, la viabilidad de la compañía, —cuando sea razonable— evitar la insolvencia y no poner en

²⁰ En Italia, el estigma asociado a los procedimientos de insolvencia judiciales continúa siendo muy alto, lo cual empuja a las empresas en dificultades a buscar soluciones alternativas incluso cuando las mismas parecen difícilmente viables. Lo mismo ocurre en España, donde una de las principales razones que explican el escaso uso de los procedimientos formales de insolvencia es el tradicional estigma personal que generalmente se asocia a los procedimientos de insolvencia. En efecto, este estigma ha sido indudablemente un factor decisivo a la hora de explicar el poco uso del sistema en España, especialmente durante los años iniciales. Se trata de un elemento habitualmente presente en la mayoría de las sociedades —y que constituye un obstáculo para la mayoría de los sistemas en Europa y fuera de ella— que tuvo una singular intensidad en España, un país donde, hasta 2004, estuvo en vigor un marco de insolvencia punitivo del siglo XIX.

²¹ Otro posible incentivo negativo es la inhabilitación de los administradores que ignoran sus deberes, de forma que no puedan dirigir otra empresa durante un cierto periodo de tiempo. No parece, sin embargo, una medida más efectiva que la responsabilidad relativa a la empresa actual —sus efectos son principalmente preventivos, para mantener a las personas incompetentes y/o imprudentes lejos de futuros puestos (oficiales) de gestión.

peligro la viabilidad de la empresa en interés de los acreedores y otras partes interesadas. Semejante deber vendrá normalmente acompañado de —al menos— responsabilidad civil. A la vista de nuestra investigación y de consideraciones generales, sin embargo, aconsejamos cambios en el artículo 18, con la finalidad de enfocar la responsabilidad y aclarar los deberes de los administradores.

Sin embargo, una zanahoria en forma de incentivos positivos puede ser, en general, el enfoque preferible —o, al menos, de igual valor que la responsabilidad. El incentivo positivo de mayor valor es uno que la ley no puede ofrecer, esto es, el reconocimiento positivo del papel crucial que tienen los administradores en darle la vuelta al negocio y revertir la crisis, contrarrestando el impacto reputacional negativo de estar al mando cuando comenzó la crisis. Otro incentivo positivo que la ley puede proporcionar más fácilmente consiste en permitir el acceso a determinados procedimientos (como la moderación, la conciliación, la reestructuración o similares) únicamente si los administradores lo solicitan durante una fase temprana de la crisis, siempre y cuando tales procedimientos sean preferidos por los administradores, por ejemplo porque sean más predecibles o menos invasivos (en términos de supervisión o sustitución de los administradores, de interferencia con la marcha diaria del negocio, etc.) en comparación con las alternativas existentes (y, en última instancia, con los procedimientos formales de insolvencia). En particular en el caso de los empresarios individuales y de sociedades gestionadas por los socios, la exoneración de deuda podría servir de zanahoria para incentivar el comienzo más temprano de la reestructuración o de los procedimientos de insolvencia.

Una cuestión muy importante es si permitir a los acreedores u otros interesados²² ignorar a un deudor reticente (en el caso de los deudores con forma societaria, a sus administradores) e iniciar efectivamente reestructuraciones sin contar con el consentimiento del deudor (al menos, en el momento inicial). Puesto que existen fuertes argumentos tanto a favor como en contra de la iniciativa de los acreedores,²³ el grupo de investigación ha decidido no recomendar cambios en la Propuesta de Directiva en este

²² Los socios pueden emplear su participación en la sociedad (siempre y cuando reúnan la mayoría necesaria o puedan ejercer relevantes derechos de la minoría) para reemplazar a los administradores u ordenarles que actúen siguiendo sus instrucciones.

²³ El legislador holandés pronto introducirá nuevas normas con la finalidad de empoderar a los acreedores de cara a iniciar una reestructuración de preinsolvencia y, posiblemente, para despojar al deudor del negocio. Brevemente, si un deudor pronto será incapaz de pagar sus deudas a medida que devienen exigibles y, a solicitud de un acreedor, no pone en marcha una reestructuración, el juzgado puede designar a un experto y asignarle la tarea de proponer un plan de reestructuración, excluyendo al deudor. Véase el artículo 371 (traducción no oficial, cortesía de Resor.nl):

“Artículo 371 (Propuesta de plan de reestructuración por el acreedor) 1. Si puede asumirse razonablemente que un deudor será incapaz de hacer frente a sus obligaciones exigibles, un acreedor puede solicitar por escrito al deudor que proponga un plan de reestructuración en el sentido del artículo 370. Si, en el plazo de una semana, el deudor no se pone en marcha, o si, una vez comenzada la tarea, pasa un mes sin que se haya propuesto un plan de reestructuración que tenga una perspectiva razonable de ser confirmado por el tribunal conforme al artículo 381, el tribunal puede, si así lo solicita el acreedor, designar un experto que tendrá derecho a proponer un plan de reestructuración, con exclusión del deudor.

2. El tribunal puede también, si el acreedor lo solicita, designar un experto en los términos del primer párrafo cuando el deudor haya propuesto un plan de reestructuración que, tras una votación de las contempladas en el artículo 378, no haya sido aceptado por ninguna clase o respecto del cual el tribunal haya denegado la confirmación sobre la base del artículo 381.

3. Previa solicitud o por iniciativa propia, el deudor debe proporcionar al experto al cual hacen referencia los dos párrafos anteriores, de acuerdo con las instrucciones que se reciban, toda la información y cooperación que el experto declare necesitar para realizar su cometido, así como aquella cuya relevancia el deudor conozca o debiera conocer (...).”

sentido ni hacer la recomendación de política legislativa correspondiente. La situación es diferente, sin embargo, cuando el deudor ya ha iniciado una reestructuración: en tal caso, los acreedores deberían poder proponer un plan alternativo. En general, una reestructuración efectiva no funcionará con (o contra) un deudor reticente y, mientras que la amenaza de un plan alternativo bien puede contrarrestar el papel principal del deudor en el proceso, el derecho de los acreedores a iniciar un procedimiento no tendría un efecto similar. Mientras que el deudor no sea insolvente —en cuyo caso los acreedores pueden presentar una solicitud de concurso necesario—, la iniciativa debería permanecer, en general, del lado del deudor.

En cualquier caso, sería posible defender la iniciativa de los acreedores, por un lado, en ciertos procedimientos que principalmente establecen negociaciones moderadas y que no son gravosos ni perjudiciales, y, por otro lado, en algunas situaciones de incumplimiento cualificado o igualmente cercanas a la insolvencia. La decisión deberían tomarla los legisladores nacionales. Al margen de lo anterior, los acreedores están básicamente limitados a comunicarse con y aconsejar/convencer al deudor para que intente una reestructuración, también mediante el empleo de su poder de negociación y con la amenaza de ejecutar sus créditos.

Guía de actuación #1.5 (*El deudor debería afrontar la crisis a tiempo*). Los deudores deberían afrontar la crisis a tiempo mediante su oportuna detección y, dada la viabilidad de la empresa, actuar para revertirla con la finalidad de minimizar los riesgos para los acreedores en su conjunto, mediante, por ejemplo y si procede, la realización de cambios operacionales y/o el inicio de negociaciones con los principales acreedores, clientes, proveedores o inversores potenciales.

Recomendación de política legislativa #1.7 (*Incentivos para prevenir y afrontar la crisis*). La ley debería crear incentivos tanto positivos como negativos para que los administradores salvaguarden los intereses de los acreedores y terceros a través de la monitorización de la empresa, la valoración de su viabilidad en caso de crisis y la adopción de las medidas necesarias (por ejemplo, la reestructuración o liquidación).

5. Reducción de desincentivos

Particularmente en relación con los acreedores, parece crucial que la ley no cree incentivos adversos (desincentivos) para recolectar y comunicar información sobre la existencia de una crisis (véase *supra*, 3.3) ni, por ejemplo, para participar en negociaciones encaminadas a la reestructuración del deudor, reajustar el plazo de vencimiento de la deuda y/o proporcionar dinero nuevo que refinance lo que puede ser el intento de una prometedor reestructuración. El desincentivo con diferencia más relevante este sentido está asociado al ejercicio de acciones de reintegración en caso de un posterior procedimiento de insolvencia.

La Propuesta de Directiva reconoce lo anterior y establece, en los artículos 16 y 17, la protección de la nueva financiación y de la financiación provisional, así como de otras transacciones vinculadas a la reestructuración. Sin embargo, además de tener otros defectos, estas previsiones únicamente cubren las transacciones en el contexto de un procedimiento formal de reestructuración (modelado a partir de la Propuesta de Directiva)

y no afecta a la rescindibilidad de los pagos recibidos al margen de estos procedimientos sino después, por ejemplo, cuando el acreedor conoce la crisis del deudor.

No debería animarse a los acreedores para que confabulen o negocien con el deudor en detrimento de los demás acreedores, ni para que empleen los mayores conocimientos que puedan tener sobre la crisis para presionar indebidamente al deudor con la finalidad de obtener un tratamiento preferente en comparación con los demás acreedores. Sin embargo, al menos hasta el punto de la insolvencia material, debería considerarse legítimo pretender el cobro de los propios créditos (con los mecanismos que para ello establecen las normas generales), incluso cuando se sospecha o positivamente se tiene constancia de la existencia de una crisis. La toma sensata de precauciones, el prestar atención o el estar alerta no deberían jugar contra un acreedor. Por otra parte, la ley no debería incentivar más las ejecuciones de créditos que afecten negativamente a las expectativas de reestructuración que las conductas adecuadamente cooperativas.

Los regímenes de reintegración y de responsabilidad del prestamista se han revelado, en nuestra investigación, como grandes obstáculos para las reestructuraciones, especialmente en las entrevistas con expertos asesores de deudores y acreedores. En Alemania, por ejemplo, la existencia de un muy estricto régimen de reintegración (particularmente en la interpretación que hacen los administradores concursales y algunos juzgados) crea ciertos incentivos para que los acreedores se distancien del deudor, no se comuniquen con los administradores, no negocien ni acepten pagos parciales de créditos vencidos, pero los ejecuten judicialmente y embarguen activos. En Italia, las reformas de 2005-2006 y los ajustes posteriores redujeron significativamente el ámbito y el alcance de las acciones de reintegración, e introdujeron excepciones específicas para la reintegración y para la responsabilidad penal: anteriormente, las reestructuraciones extrajudiciales puramente informales se consideraban demasiado arriesgadas, y solo tenían lugar para deudores muy significativos. Todavía hoy, la responsabilidad del prestamista constituye un serio problema en la gestión de la crisis en Italia²⁴.

Ilustración. Simplificando, y según establece la sección 133 de la Insolvenzordnung alemana, es posible rescindir los pagos realizados por el deudor durante los cuatro años anteriores a la solicitud de inicio de un procedimiento de insolvencia, si el deudor actuó con la intención de perjudicar a sus acreedores y el receptor del pago era consciente de su intención. Esto último se presume si el receptor conocía, en el momento del pago, la situación de insolvencia (en algunos casos, inminente) del deudor. Mientras que estos requisitos (endurecidos en 2017 debido al excesivo número de acciones de reintegración) parecen muy restrictivos, los juzgados (con sesgo retrospectivo) tienden a interpretarlos extensivamente. Por ejemplo, si un administrador es consciente de la existencia de hechos constitutivos de insolvencia, se presume en mayor o menor medida que los pagos realizados a partir de ese momento pretendían perjudicar al conjunto de los acreedores y, de forma similar, los incumplimientos del deudor durante un tiempo considerable, los pagos erráticos de cuotas y/o hechos semejantes a menudo conducen a que los administradores concursales y los jueces

²⁴ España ha lidiado de alguna manera con el problema de la responsabilidad del prestamista mediante el establecimiento de que los prestamistas no deben considerarse automáticamente administradores de hecho en virtud de las obligaciones que el prestatario asume al amparo del acuerdo de refinanciación (art. 93.2-2.º LC). Sin embargo, esta norma no impide completamente que los prestamistas sean considerados administradores de hecho, dado que tal condición puede derivar de las provisiones específicas contenidas en el acuerdo. En otras palabras, la responsabilidad del prestamista debe determinarse caso por caso.

presuman que el receptor del pago era consciente de dicha intención —todavía más intensamente si el receptor tenía siquiera el conocimiento más leve de la tensa situación financiera del deudor. Por otro lado, si los acreedores ejecutan exitosamente sus créditos con ayuda de las autoridades, las ejecuciones no se consideran (por lo general) pagos realizados por el deudor, de modo que resultan irrevocables a menos que se hayan producido en un momento muy próximo (tres meses) a la solicitud de inicio del procedimiento de insolvencia. En consecuencia, para los acreedores parece prudente no negociar con los deudores en crisis, ni plantearse participar en una reestructuración, sino directamente ejecutar sus créditos y confiar en que el deudor —cuando está abocado a la insolvencia de modo prácticamente inevitable— no solicite el concurso en el plazo de tres meses.

Otras normas alemanas y su interpretación extensiva crean un cierto riesgo de que algunos compromisos financieros de largo alcance puedan hacer que el acreedor sea tratado como un socio-prestamista (subordinado). Si bien los juzgados aceptan un privilegio (de configuración limitada) para los pagos realizados en un intento de reestructuración, en general las normas sobre reintegración —especial, pero ni mucho menos exclusivamente, en Alemania— plantean no solo un enorme obstáculo para las reestructuraciones, sino que también desincentivan que los acreedores inicien negociaciones con el deudor y se mantengan alerta en busca de señales de crisis.

Recomendación de política legislativa #1.8 (*Desincentivos para la cooperación de los acreedores y regímenes de reintegración concursal excesivamente severos*). La ley y su aplicación no deben desincentivar que los acreedores y otros interesados monitoricen la situación financiera del deudor y entablen comunicaciones y negociaciones con este en relación con la crisis y su solución. Los regímenes de reintegración y la responsabilidad del prestamista, en particular, deberían —al margen de los casos de insolvencia material del deudor— restringirse adecuadamente y limitarse a los casos de abuso y confabulación.²⁵

Anexo 1: Un entorno que favorezca la reestructuración

En estrecha conexión con lo anterior, las leyes nacionales contienen diversos obstáculos para los intentos de reestructuración y no —siempre— proporcionan herramientas suficientes y remedios que permitan la reestructuración de empresas viables.

Continuando con el ejemplo de Alemania: además de los obstáculos mencionados anteriormente (reintegración y responsabilidad del prestamista), la investigación cualitativa identificó otros obstáculos, por ejemplo el régimen fiscal (con la principal preocupación de la “tributación de los beneficios derivados de la reestructuración”) y la subordinación de los préstamos de los socios incluso si se conceden con la finalidad exclusiva de financiar un intento de reestructuración merecedor de una oportunidad

²⁵ Véase el ejemplo francés de proteger a los prestamistas (en particular a los bancos) —aunque solo en el contexto de los procedimientos de reestructuración institucionales— de la responsabilidad del artículo L 650-1 C. com., estableciendo únicamente tres supuestos de responsabilidad: (1) fraude, (2) interferencia con los administradores, (3) exceso de garantías.

(véase también el Capítulo 3, par. 3.2.8, 5.1.11 y 5.1.13 sobre estas cuestiones).²⁶ La ley alemana, en su versión actual, no establece ninguna prioridad legal del dinero nuevo proporcionado por no-socios para financiar un intento de reestructuración, y carece de herramientas que faciliten la venta de la empresa en funcionamiento (ya sea en casos de insolvencia o con anterioridad). Por ejemplo, si una empresa depende intensamente de ciertos contratos o licencias, una venta conjunta de la unidad productiva no es posible sin el consentimiento de la contraparte o del licenciante.

Recomendación de política legislativa #1.9 (Entorno legal que favorezca la reestructuración). Los legisladores deberían avanzar en la creación de un marco normativo que en general favorezca las reestructuraciones, mediante la creación de privilegios razonables para los intentos de reestructuración que merezcan la pena (ya se trate de reestructuraciones meramente contractuales y extrajudiciales, o bajo la forma de procedimientos de reestructuración), por ejemplo, con la concesión de privilegios para la financiación provisional y el dinero nuevo, facilitando la venta de empresas en funcionamiento y con la abolición o disminución de los obstáculos existentes.

Anexo 2: La promoción de un enfoque cooperativo entre el deudor y los bancos

Los bancos están obligados a implementar sistemas de monitorización estructurados por motivos prudenciales/de supervisión. Estos sistemas pretenden, *inter alia*, detectar la ocurrencia de determinados eventos (por ejemplo, el comienzo de los retrasos en el pago) que pueden indicar el deterioro del préstamo. Nada impide al deudor, sin embargo, adoptar iniciativas anteriores al acontecimiento de esos eventos específicos, que hacen que los prestamistas envíen alertas e inicien la toma preliminar de contacto. El deudor, en efecto, siempre puede ser consciente de otros hechos significativos que resulten desconocidos para los acreedores y que puedan afectar a la solidez financiera de la empresa, y debería comenzar a planificar soluciones por su cuenta, posiblemente con la ayuda de asesores financieros.

Bajo estas circunstancias, sin embargo, el deudor puede exponerse al riesgo de desperdiciar tiempo y recursos en idear un plan que contemple concesiones que los acreedores financieros no aceptarían a causa de restricciones regulatorias y operacionales, o debido a su propia estrategia sobre préstamos impagados o a evaluaciones internas sobre las perspectivas de esta concreta exposición o del segmento de deuda al cual esta pertenece (sobre esta cuestión, véase el Capítulo 5). Para evitarlo, los deudores deberían ponerse en contacto cuanto antes con sus acreedores financieros —esto es, con los primeros indicios de la crisis—, para comprobar con ellos los límites (regulatorios u operacionales) que puedan existir y dentro de los cuales deberá articularse cualquier negociación en el caso de que la situación empeore. Debería igualmente animarse a que los bancos, por su parte, compartan con los deudores a quienes interese el resultado de las evaluaciones realizadas a nivel interno, incluidos los análisis sectoriales, que puedan anticipar la evolución de la crisis y ayudar al deudor a identificar los remedios más efectivos y realizables. Este tipo de asistencia puede resultar particularmente beneficiosa para las pequeñas y medianas empresas, que pueden carecer de mecanismos adecuados

²⁶ La regla de la sección 39, párrafo 4, inciso 2 de la InsO únicamente excepciona las situaciones en las cuales los acreedores adquieren por primera vez (suficientes) acciones durante la reestructuración, pero no las situaciones en las que los socios (significativos) preexistentes conceden préstamos.

para la monitorización del riesgo o que quizá no puedan permitirse contratar los servicios de asesores financieros cualificados.

Con la finalidad de promover un enfoque cooperativo por parte de los bancos en este sentido, los deudores deberían estar preparados para proporcionar, a su vez —y bajo los pertinentes compromisos de confidencialidad— cualquier información susceptible de tener impacto sobre su calificación crediticia y que pueda ser útil para una valoración temprana de la situación financiera del deudor por parte de los prestamistas y para la eventual activación de los mecanismos de alerta temprana (esta cuestión tiene evidentes implicaciones en la fase de negociación, véase al respecto el Capítulo 5).

Capítulo 2

Equidad*

SUMARIO: 1. Introducción. – 1.1. Objetivos sustantivos y procedimentales. – 1.2. Información imperfecta y cómo no reaccionar ante ella. – 1.3. Equidad del proceso y equidad del resultado. – 2. Tratamiento de las participaciones en el capital social. – 2.1. El acuerdo entre deuda y capital (“debt/equity bargain”). – 2.2. El tratamiento de los socios en defecto del “punto de vista de Dios”. – 2.2.1. El escenario “todavía solvente”. – 2.2.2. El escenario “pymes y micropymes”. – 2.2.3. El escenario “acreedores irracionales”. – 3. Disposiciones en materia de notificación e información. – 4. Elemento de comparación. – 5. Planes alternativos. – 6. Formación de clases. – 7. Desarrollo de la asamblea. – 8. Revisión y confirmación por el tribunal. – 9. Clases de afectados disidentes.

1. Introducción

1.1. Objetivos sustantivos y procedimentales

Con la finalidad de comprender de qué manera pueden ser equitativos los planes, resulta útil distinguir entre los objetivos sustantivos y procedimentales del Derecho de la insolvencia.¹ Los *objetivos sustantivos* son los fines o propósitos de esta rama del Derecho, cuya prosecución muestra por qué resulta deseable contar con ella. En un nivel prosaico, los objetivos sustantivos del Derecho de la insolvencia incluyen identificar las empresas en dificultades que permanecen viables y facilitar su conservación como unidades productivas en funcionamiento, reciclar los activos de las empresas inviables en dificultades y destinarlos a nuevos usos y, en cada caso, que el proceso devuelva el mayor valor posible a quienes tienen derecho a ello. Los *objetivos procedimentales* se refieren a los métodos que la ley adopta con la finalidad de cumplir los objetivos sustantivos. La eficiencia es un objetivo procedimental importante, y requiere minimizar el despilfarro de recursos sociales y mitigar los incentivos perversos.

1.2. Información imperfecta y cómo no reaccionar ante ella

En relación con las empresas en dificultades, una pregunta a menudo crítica y debatida consiste en si la empresa resulta viable y debe ser preservada como una unidad productiva en funcionamiento, o si por el contrario es inviable y debe ser liquidada. En el primer caso, también surgen preguntas, igualmente críticas y debatidas, sobre cómo debe reestructurarse la empresa para rescatarla de la crisis, quién debería gestionarla durante y después de la reestructuración y cómo debería distribuirse el valor así preservado o creado.

Desde el “punto de vista de Dios”, desde el cual la verdad se discierne perfectamente sin limitaciones inherentes al observador, sería posible responder rápidamente a estas preguntas.² Es innecesario decir, sin embargo, que el punto de vista

* Aunque ha sido discutido en profundidad y compartido por todos los miembros del equipo de investigación Co.Di.Re., la autoría de este Capítulo corresponde a Riz Mokal.

¹ R. MOKAL, ‘Corporate Insolvency Law. Theory and Application’, Oxford, OUP, 2005, 20-26.

² Aunque el concepto del punto de vista de Dios se remonta a Jenófanes de Colofón (aprox. año 500 a.C.),

de Dios no resulta accesible a los meros mortales implicados en procedimientos de insolvencia. Ningún tribunal o experto tienen conocimiento privilegiado sobre la competencia e integridad de los administradores presentes y potencialmente futuros; la lealtad y buena fe de los principales empleados, proveedores y clientes; las expectativas del conjunto de la economía y del sector particular en el cual operan la empresa en cuestión y sus competidores; o la contribución relativa a un rescate exitoso que puedan tener las distintas partes o factores que escapen a su control. A falta de un punto de vista de Dios, los objetivos sustantivos de la ley no pueden perseguirse directamente. Al contrario, deben intentar cumplirse por aproximación, a través de un proceso de formulación, proposición, voto, confirmación y ejecución de un plan. El proceso debería involucrar a quienes mejor conozcan al deudor, su empresa, gestión y expectativas; que ostenten un interés legalmente reconocido en el resultado; y que tengan incentivos personales para optar correctamente entre reestructuración y liquidación. Estas partes deberían contar con información adecuada, tener acceso económico a que expertos evalúen el plan propuesto, y posteriormente ser requeridas para votarlo. (Por los motivos que más adelante se exponen, las partes que paradigmáticamente encajan en esta descripción son los acreedores en su conjunto).

Un plan de reestructuración propone cómo deben organizarse los activos, operaciones y negocios de la empresa para lograr un rescate, quién estará al mando del proceso, y cómo se distribuirá el valor resultante. Ello puede conllevar la continuación directa de la empresa o su venta conjunta como unidad productiva. La aprobación y confirmación de un plan de reestructuración representa la decisión de que la empresa sigue siendo viable, que puede ser confiada adecuadamente a los administradores propuestos en el plan, y que se ha identificado la correcta distribución del valor resultante. El rechazo de todos los planes que se propongan indica que, por alguna combinación de motivos relacionados con las cuestiones anteriores, la empresa solo es apta para su liquidación y el cese de su actividad.

1.3. Equidad del proceso y equidad del resultado

La equidad es un atributo esencial de los procesos diseñados para formular, proponer, votar, confirmar e implementar planes. Requiere otorgar a las partes —principalmente a los acreedores, pero también a los socios y posiblemente a terceros— poder de decisión en cada una de estas fases, de manera proporcional al interés que cada uno tenga en el resultado; facilitándoles el acceso a la información y a los conocimientos técnicos relevantes para sus decisiones, asegurándoles que el ejercicio del poder asociado a la toma de decisiones está sujeto a la correspondiente responsabilidad, y haciendo todo ello de una manera rentable (esto es, con el menor despilfarro posible). En consecuencia, si se entiende su relación con el debido respeto a los derechos legales, con la disponibilidad de información y conocimientos técnicos, con la responsabilidad debida y con la rentabilidad, la equidad es un objetivo procedimental esencial del Derecho de la insolvencia, y que mejor permite la consecución de los objetivos sustantivos (identificados *supra*).³ El plan hereda la equidad del proceso del cual proviene.

Este capítulo considera los requisitos de equidad en cada fase significativa de la propuesta del plan, su toma en consideración, confirmación y proceso de ejecución. Comienza aclarando ciertas confusiones endémicas en relación con el tratamiento de las

su formulación moderna pertenece a H. PUTNAM, 'Reason, Truth and History', Cambridge, Cambridge University Press, 1981, 50.

³ Este análisis parte de R. DWORKIN, 'Law's Empire', Cambridge MA, Harvard University Press, 1986, 164-5; R. MOKAL, 'On Fairness and Efficiency', (2003) 66(3) Modern Law Rev, 452, 457-462.

participaciones de los socios en el capital social.

2. Tratamiento de las participaciones en el capital social

2.1. El acuerdo entre deuda y capital (“debt/equity bargain”)

Resulta importante tener en cuenta la naturaleza fundamental de lo que puede denominarse el acuerdo entre deuda y capital (“debt/equity bargain”).⁴ Los acreedores únicamente tienen derecho a cobrar el principal más los intereses en el momento convenido; en principio únicamente pueden dirigirse contra los activos del deudor cuando se trata de una sociedad con limitación de responsabilidad, sin que puedan reclamar la deuda a los socios; no pueden pretender obtener beneficios adicionales incluso si el deudor logra un éxito espectacular empleando los fondos proporcionados por los acreedores, y están expuestos a sufrir pérdidas en caso de insolvencia del deudor; pero tienen derecho a cobrar *antes* que los socios. Por el contrario, los derechos de los socios no tienen límite máximo y pretenden capturar cualquier incremento en el valor de la empresa una vez que los créditos fijos (esto es, la deuda ajena) han sido íntegramente satisfechos. Consecuentemente, sin embargo, los socios son acreedores residuales que no tienen derecho a ningún remanente en concreto, puesto que la existencia de tal remanente es contingente al depender, precisamente, de la previa satisfacción de los créditos de los acreedores.

Este acuerdo entre deuda y capital define el contexto esencial de cualquier plan de reestructuración. Por definición, los derechos de los acreedores son vulnerados si, y en la medida en que, no se abonan sus créditos en la cuantía, el momento y del modo que corresponda. Dejando a un lado las reestructuraciones plenamente solventes, lo anterior puede predicarse de todos los escenarios en los cuales se propone o contempla un plan. Incluso los procedimientos “preventivos”, que pueden iniciarse cuando únicamente existe una mera probabilidad de insolvencia, implican de forma característica ignorar los derechos de los acreedores, para así proporcionar periodos de carencia de intereses, ampliación del plazo de vencimiento del principal, etc. Es decir, los derechos de los acreedores se modifican a la fuerza en un sentido que, *prima facie*, les resulta perjudicial.

En todos estos escenarios, por lo tanto, el acuerdo entre deuda y capital entra en juego. Como los acreedores no reciben aquello a lo que tienen derecho, sus intereses reemplazan y priman sobre los intereses de los socios, quienes no tienen derecho a ningún remanente en particular y no pueden exigir cobrar a menos que todos los acreedores sean satisfechos, o se muestren de acuerdo con otra solución adhiriéndose mayoritariamente a un plan de reestructuración.

2.2. El tratamiento de los socios en defecto del “punto de vista de Dios”

Esta consecuencia del acuerdo entre deuda y capital genera malestar a los comentaristas en tres escenarios distintos.

2.2.1. El escenario “todavía solvente”

La primera situación se refiere al escenario “preventivo” o “de preinsolvencia” cuando el proceso de reestructuración comienza antes de que el deudor haya incumplido ninguna obligación. Aquí la insolvencia no está establecida, y la pregunta es si los

⁴ Véase R. MOKAL, ‘An Agency Cost Analysis of the Wrongful Trading Provisions: Redistribution, Perverse Incentives and the Creditors’ Bargain’, (2000) 59(2) Cambridge Law Journal 335, 345-346.

intereses de los acreedores deberían, a pesar de ello, anteponerse a los intereses de los socios. A menos que todos los acreedores estén de acuerdo en que el deudor sigue siendo solvente, la respuesta debe ser afirmativa. Hipotéticamente, existe un conflicto entre los socios (que defienden la solvencia del deudor) y los acreedores (que la niegan). La determinación de qué parte lleva razón sería sencilla desde el punto de vista de Dios. Sin embargo, a falta de omnisciencia, los operadores jurídicos (incluyendo a los jueces) y los procedimientos legales se encuentran en la misma posición que la descrita anteriormente: se propone un plan no consensuado que modifica los derechos de los acreedores. Puesto que los acreedores no van a recibir aquello a lo cual tienen derecho, los socios no pueden apropiarse de ningún valor en el patrimonio del deudor. La única manera en la cual habría que permitirles recibir algún valor sería convenciendo a la mayoría necesaria de los acreedores para que aceptasen un plan que lo contemplase. Los acreedores no solo tienen derechos en juego e incentivos personales para que la decisión entre reestructurar y liquidar sea la correcta, sino que también tienen que lidiar con el deudor, sus administradores y el sector del mercado en el cual operan el deudor y sus competidores. Son ellos, más que un juez o cualquier otra persona, quienes están en la mejor posición para adoptar un rol preeminente en la decisión de reestructurar o liquidar, y por lo tanto para votar el plan. No existen motivos para creer que un plan que no ha logrado obtener las mayorías necesarias de votos de los acreedores permitiría que la empresa continuase, ni tampoco que fuese a distribuir el valor del patrimonio del deudor de manera equitativa, esto es, respetando los derechos, con información específica del deudor y de manera rentable.

2.2.2. *El escenario “pymes y micropymes”*

El segundo escenario en el cual podrían discutirse las implicaciones del acuerdo entre deuda y capital se refiere a las pymes y micropymes. La viabilidad de algunas de estas empresas depende de las mismas personas, que aúnan en sí los roles de gestores y de portadores residuales del riesgo (esto es, socios). Dependiendo del tamaño, sector y/o emplazamiento de la empresa y su volumen de ventas, esta puede no ser viable a menos que las mismas personas sean tanto las administradoras como las socias, amortizando de forma cruzada ambos roles. Además, la viabilidad de algunas pymes y micropymes puede tener efectos sobre la continuidad del fondo de comercio de algunos de sus proveedores, clientes y/o principales empleados, lo cual puede, a su vez, hacer que estos dependan de que los administradores anteriores a la crisis se mantengan al mando.⁵ En relación con una empresa caracterizada por uno o más de estos factores, podría pensarse que el mantenimiento de los administradores-socios anteriores a la crisis debería sopesarse de manera independiente, incluso en contra de los deseos de los acreedores.⁶ Sin embargo, una vez más, esto presupone al acceso a un punto de vista de Dios, desde el cual habría evidencias *tanto* de que la empresa es viable y en consecuencia debe seguir en funcionamiento, *como* de que esa continuación únicamente es posible bajo el mando de los anteriores administradores-socios. A falta de omnisciencia, la pregunta consiste en cómo decidir si continuar con la empresa y, en caso afirmativo, cómo lograr que esa continuación se produzca de la mejor manera posible. ¿Quién tendría la última palabra?

⁵ Ambas situaciones han sido analizadas detalladamente en R. MOKAL, *Corporate Insolvency Law*, Oxford, OUP, 2005, Capítulo 7.

⁶ Otra cuestión es si los socios-administradores tendrían incentivos adecuados para afrontar tempranamente la crisis si no tuviesen una perspectiva razonable de mantener su participación en el capital de la sociedad tras la reestructuración. Esto resulta particularmente importante, porque un retraso en el inicio de la reestructuración podría generar un peor resultado para el conjunto de los acreedores o, incluso, tornar inviable una empresa que hubiese sido viable de haber sido reestructurada a tiempo. Al respecto, véase también el Capítulo 1.

No los antiguos socios, que tienen claros incentivos para favorecer su propio mantenimiento. Tampoco un tribunal, que no tiene conocimiento directo ni experiencia en la empresa, sus negocios, administradores, competidores o expectativas. Los acreedores como grupo están en mejor posición que nadie para tomar estas decisiones.

2.2.3. El escenario “acreedores irracionales”

En tercer lugar, podría argumentarse que únicamente procede confiar a los acreedores el papel principal en el proceso de aprobación del plan si (y en la medida en que) son racionales, pero que los acreedores a menudo actúan de manera irracional. La preocupación relativa a la irracionalidad debería, sin embargo, ser en principio simétrica entre, por un lado, los acreedores, y, por otro, los socios, tribunales y otros. A falta de motivos que induzcan a pensar que los acreedores tienen una marcada tendencia hacia la irracionalidad de la cual carecen los otros implicados, no existen fundamentos para estigmatizar las decisiones de los acreedores y favorecer las decisiones de otros agentes. La irracionalidad de los acreedores no constituye un motivo para separarse del análisis realizado en la primera parte de esta sección.

Recomendación de política legislativa #2.1 (*Apoyo de los acreedores como requisito para la confirmación de un plan*). Un plan solo debería ser confirmado si obtiene el apoyo necesario de los acreedores cuyos derechos se verán afectados.

3. Disposiciones en materia de notificación e información

La notificación de las etapas en la formulación del plan y en el proceso de su aprobación puede realizarse electrónicamente o en línea cuando así sea el modo de comunicación habitual con el grupo relevante de interesados.

Todos los afectados, incluidos los acreedores y los socios, deben recibir comunicaciones individuales de la asamblea en la cual se procederá a votar el plan, y deberán tener disponible el acceso al plan y a la información que proceda sobre el mismo. Cuando no sea posible realizar comunicaciones individualizadas, debería exigirse al deudor que adopte todas las medidas necesarias para realizar las notificaciones, y debería exigirse que acredite ante el tribunal tanto que la comunicación individualizada no fue practicable, como que se ha hecho todo lo posible por realizar la notificación. Las notificaciones deberían recibirse, razonablemente, con una antelación de dos a cuatro semanas, aunque el tribunal debería poder acortar o ampliar este plazo.

Recomendación de política legislativa #2.2 (*Notificaciones a los acreedores*). Quienes vayan a ser parte en una reestructuración deberían ser notificados adecuadamente de las etapas del proceso de formulación, aprobación y confirmación del plan. Las notificaciones deberían recibirse con una antelación de dos a cuatro semanas, a menos que el tribunal decida acortar o ampliar ese plazo.

Recomendación de política legislativa #2.3 (*Notificaciones electrónicas o en línea*). La notificación puede realizarse electrónicamente o en línea cuando este sea el modo de comunicación habitual con el grupo relevante de interesados.

Recomendación de política legislativa #2.4 (*Comunicaciones individuales*). Cada parte interesada afectada debería recibir una notificación individual, a menos que el tribunal determine que semejante comunicación no es practicable y que se han tomado todas las medidas razonables para notificar a los interesados en cuestión.

Debería proporcionarse a aquellos cuyo voto se pretende suficiente información sobre los efectos del plan y los beneficios y cargas que el mismo conlleva, directa o indirectamente, para los interesados, entre los cuales se incluyen el deudor, sus filiales y sus administradores.

La información debería permitir a las partes tomar razonablemente en consideración las ventajas e inconvenientes del plan, y decidir si la mejor defensa de sus intereses pasa por votar a favor o en contra del mismo.

La información debería estar actualizada. Si ocurren cambios materiales entre el suministro de la información a las partes y la fecha de la asamblea, estos deberían ser comunicados cuanto antes a todos los interesados.

En los supuestos de planes complejos, debería incluirse una lista de preguntas y respuestas, así como una relación de entidades asesoras.

El diseño del marco legal debe crear incentivos para que el deudor pague por un excesivo suministro de información, en lugar de por una información insuficiente.

Recomendación de política legislativa #2.5 (*Información que debe proporcionarse a los interesados*). Las partes llamadas a votar deben tener acceso suficiente a información sobre los efectos del plan, la distribución de beneficios y cargas que el plan contempla entre grupos de interesados, cualesquiera beneficios colaterales que se ofrezcan o se contemplen para algunos (pero no todos) los interesados, el tratamiento previsto para los administradores. La información debe ser actual y, si es necesario, debe actualizarse.

4. Elemento de comparación

Es necesario proporcionar a los interesados un análisis del elemento de comparación del plan, esto es, del escenario cuyo cumplimiento es más probable en el caso de que no se implemente el plan propuesto (por ejemplo, la continuación de la empresa sin modificaciones de sus obligaciones, la liquidación concursal, etc.). Las partes interesadas deben saber lo que probablemente recibirían tanto bajo el plan propuesto como en caso de los escenarios alternativos.⁷

El valor que obtendrían las partes en caso de liquidación representa el valor mínimo absoluto para que el plan resulte admisible. En otras palabras, un plan bajo el cual cualquier interesado obtenga menos valor que en caso de liquidación, será difícilmente justificable, a menos que cuente con su consentimiento individualizado. Al contrario, los planes alternativos —ya sean meramente hipotéticos o efectivamente propuestos por acreedores o terceros pero que, por cualquier motivo, todavía no se han aprobado y no parece que lo vayan a ser (véase el epígrafe siguiente)— no fijan ningún umbral absoluto que sea relevante de cara a la admisibilidad de otros planes.

⁷ En España se realizó un exhaustivo análisis del escenario de comparación en el caso Abengoa, Juzgado de lo mercantil número 2 de Sevilla, Sentencia 442/2017, de 22 de septiembre de 2017.

Incluso si el deudor se viese inmerso en una liquidación concursal, en principio sería posible tanto que su empresa se fragmente y cada elemento se enajene de forma separada (**liquidación fragmentada**) como que la misma se transmita íntegra o parcialmente de forma conjunta como una empresa en funcionamiento (**liquidación unitaria**). El plan debería explicar por qué la liquidación fragmentada o la unitaria constituyen el elemento correcto de comparación.

Recomendación de política legislativa #2.6 (*Información relativa al escenario en defecto de plan*). El plan debería proporcionar información sobre las expectativas del deudor y el retorno que razonablemente pueden esperar los interesados en el caso de que el plan no llegue a aprobarse. Dependiendo de las circunstancias del caso concreto, ello puede exigir información sobre la eventual liquidación concursal del deudor u otros procedimientos, o por el contrario sobre la continuación de la empresa sin modificaciones de las obligaciones del deudor. Si el elemento correcto de comparación es la liquidación concursal, el plan debería explicar si la empresa del deudor se enajenaría de forma fragmentada o unitaria. En cualquiera de estos escenarios, el plan debería explicar por qué su aprobación conviene a los intereses de las partes.

5. Planes alternativos

Una importante cuestión es si es posible presentar ante las partes interesadas más de un plan al cual votar. A grandes trazos, existen tres alternativas.

La primera opción es que únicamente el deudor pueda presentar un plan a los interesados. La atribución de este importante elemento de control sobre el proceso de reestructuración contribuiría a incentivar que el deudor comience el proceso, y permite sacar el máximo rendimiento de la información privada que el deudor tiene sobre la empresa, sus activos, negocios y expectativas. Sin embargo, también abre la puerta a la eventual expropiación de las partes que quedan fuera del indudablemente ventajoso proceso de confección del plan, en beneficio del deudor y de otras partes más favorecidas.

La segunda opción consiste en que cualquier acreedor pueda elaborar su propio plan, presentarlo ante los demás interesados e invitar al deudor a que lo someta a votación por parte de estos. El deudor, sin embargo, mantiene el derecho a decidir si somete el plan a votación o no. En la medida en que las partes interesadas estén convencidas de la superioridad del plan propuesto por el acreedor, es poco probable que apoyen el presentado por el deudor. Resulta cuestionable, en cualquier caso, que constituya una opción realista que los acreedores hagan uso de la posibilidad de formular un plan que quizá nunca llegue a ser votado siquiera, cuando ello implica el uso intensivo de información y recursos.

La tercera alternativa es que uno o más acreedores puedan tanto formular su propio plan como presentarlo a la votación por parte del resto de interesados. Si el plan obtiene los apoyos necesarios y las partes lo prefieren al presentado por el deudor, entonces ese plan (y no el formulado por el deudor) debería presentarse ante el tribunal para su confirmación. La posibilidad de que los acreedores confeccionen un plan alternativo seguramente no será más que teórica en la mayoría de los casos, dados los costes y la información específica sobre el deudor que resulta necesaria para formular un plan creíble. Aparte de que, probablemente, esta opción desincentive que el deudor inicie procesos de reestructuración, también se percibe el riesgo de que la disponibilidad de esta

opción abra la puerta a abusos por parte de coaliciones de acreedores, que podrían expropiar ilegítimamente los derechos de los socios. Este escenario abusivo resulta altamente improbable, puesto que el deudor podría pagar a los acreedores proponentes con sus propios recursos o mediante la obtención de nuevos fondos; o también podría convencer al tribunal para que, en ejercicio de sus poderes jurisdiccionales y conforme a su criterio independiente, rechace el plan ofensivo. En general, no es sencillo hallar jurisdicciones en las cuales los tribunales tienen la reputación de despojar a los socios de sus derechos en beneficio de los acreedores, mientras que resulta fácil encontrar jurisdicciones cuyos tribunales se muestran reacios a actuar así. La ventaja significativa de esta opción es que incentiva que los acreedores apoyen la continuación de la empresa porque confían en el plan que han presentado uno o varios de ellos mismos, y no el deudor. En casos marginales, esta opción puede conservar la riqueza y el empleo a través de la conservación de las empresas.

Una variante de la tercera alternativa, que resulta familiar en la práctica de reestructuraciones de los Estados Unidos, es que el deudor disponga de un periodo inicial de exclusividad, durante el cual solo él puede presentar un plan. Si, cuando el plazo expire, no se ha propuesto plan alguno, y el plazo no es prorrogado por el tribunal, los acreedores y el administrador concursal pueden también proponer planes que terminen compitiendo con el formulado por el deudor. La concesión de un periodo de exclusividad pretende incentivar que el deudor formule y ponga sobre la mesa un plan con la celeridad debida. Su eficacia depende, sin embargo, de la existencia de reputados jueces especialistas en insolvencia, que deberán decidir si prorrogar el plazo en atención a los progresos que hace el deudor en la confección del plan, o bien rechazar cualquier extensión sobre la base de que no existen expectativas razonables de que el deudor formule un plan creíble, aunque se le conceda más tiempo. En defecto de semejante pericia judicial, como ocurre en la mayoría de las jurisdicciones de la Unión Europea, la existencia de un periodo de exclusividad conlleva el riesgo de alargar la duración de los procedimientos, ya que puede ocurrir que, a pesar de disponer de ese periodo, los deudores no hagan uso del mismo y, lo que es aún peor, que luego logren convencer a los jueces de que lo prorroguen.

Recomendación de política legislativa #2.7 (*Planes alternativos*). Cualquier acreedor o conjunto de acreedores debería poder formular su propio plan y someterlo a la consideración y el voto de los demás interesados.

6. Formación de clases

Las partes interesadas pueden ser organizadas en clases para así permitir una toma en consideración del plan colectiva y mutuamente informada, sobre la base de intereses comunes. La clasificación conlleva un ejercicio de equilibrio. Situar en la misma clase a partes que no tengan suficientes intereses en común implica ignorar los motivos que justifican la formación de clases. Al mismo tiempo, puesto que cada clase tiene derecho a una consideración diferenciada a la hora de valorar la adecuación del plan, situar a algunas partes en clases separadas les proporciona un cierto poder de veto en relación con este.

La identificación de los grupos de interesados a los cuales se propone el plan corresponde a quien lo confecciona (típicamente, el deudor). El proponente del plan también debe sugerir una categorización de los afectados en distintas clases.

Cada clase debe estar integrada por interesados cuyos derechos no difieran tanto como para que resulte imposible para ellos deliberar conjuntamente en atención a su

interés común.

Las diferencias entre los derechos son una variable conjunta de los derechos tanto anteriores como posteriores al plan. Las partes X e Y pueden pertenecer a clases distintas si alguno o los dos derechos que actualmente poseen y aquellos que tendrían si el plan se implementase son tan diferentes que resulta imposible para ellos deliberar conjuntamente en atención a su interés común.

Lo que importa *a efectos de la clasificación* son los *derechos legalmente reconocidos* de los afectados, y no sus *intereses privados*, esto es, los intereses que no se deriven de los derechos que ostentan frente al deudor. Los intereses privados de algunos afectados pueden, sin embargo, diferir de una manera tan significativa respecto de aquellos de otros miembros de la misma clase que el tribunal debería descontar o ignorar los votos de estos afectados como no representativos de la clase.

El mero hecho de que los derechos de los afectados sean diferentes no exige que estos sean ubicados en clases distintas. Lo importante es que las diferencias sean tan significativas como para que los titulares de los derechos no puedan deliberar conjuntamente en atención a su interés común, como ya se ha mencionado. Por ejemplo, puede ser procedente situar en la misma clase a afectados cuyos respectivos derechos dependen de diferentes contingencias hasta la fecha propuesta de confirmación del plan, siempre y cuando sean valorados de manera transparente, consistente y defendible, incluso si ello se hace de forma tosca y apresurada.

No es necesario requerir el voto de las partes interesadas cuyos derechos no se vean afectados por el plan.

Recomendación de política legislativa #2.8 (*Clasificación de los interesados a efectos del voto*). La parte que formule el plan debería también proponer cómo clasificar a los interesados a efectos del voto.

Recomendación de política legislativa #2.9 (*Formación de clases: comunidad de intereses*). Los afectados deberían pertenecer a la misma clase si sus derechos legalmente reconocidos, tanto actuales como los que resultarían de la ejecución del plan, no difieren tanto como para que resulte imposible para ellos deliberar conjuntamente en atención a su interés común.

Recomendación de política legislativa #2.10 (*Formación de clases: relevancia de los derechos legalmente reconocidos, no de los intereses privados*). Lo relevante a efectos de la clasificación son los derechos legalmente reconocidos de las partes frente al deudor. Sus intereses privados, y cualesquiera derechos que puedan ostentar frente a terceros (como garantes) deberían, por lo general, resultar irrelevantes a efectos de la clasificación, a pesar de que pueden ser tenidos en cuenta por el tribunal para considerar si su voto debe descontarse.

7. Desarrollo de la asamblea

Debería existir una relación adecuada entre el interés que cada votante tiene en el resultado y el valor asignado a su voto. Los acreedores deberían poder votar el valor nominal de sus créditos incluso si los han adquirido mediante una cesión con descuento.⁸

Recomendación de política legislativa #2.11 (*Valor del crédito a efectos del voto*). Los acreedores deberían poder votar el valor nominal de sus créditos.

En general, cuando ninguno de los presentes manifieste objeciones a la forma en la cual se desarrolla la asamblea, el tribunal no debería atender a las objeciones que posteriormente puedan plantearse al respecto.

El objetivo de la asamblea consiste en permitir la toma en consideración y el debate de los atributos del plan. Sin embargo, la ley no debería exigir una reunión presencial, sino que debería permitir el voto por representante y las asambleas virtuales. Cuando la asamblea sea virtual, es necesario que las herramientas de comunicación empleadas para permitir a los acreedores emitir el voto aseguren con la certeza adecuada la identidad de los mismos, sin que ello les suponga incurrir en costes adicionales.

Cuando los afectados acudan mediante representante o estén satisfechos con un debate breve o incluso sin debate alguno, tales circunstancias no deberían servir para fundamentar una oposición al plan.

Recomendación de política legislativa #2.12 (*Sistemas de votación que no requieren una reunión presencial*). La ley debería permitir el voto por representante y las asambleas no presenciales para votar un plan. Los medios de comunicación, preferiblemente digitales, empleados para permitir que los acreedores voten el plan, deberían asegurar la condición de acreedores de quienes participen en la asamblea virtual.

Recomendación de política legislativa #2.13 (*Presunción de adecuación de la asamblea de afectados*). Debería existir una presunción *iuris tantum* de que la asamblea en la cual los acreedores votaron se llevó a cabo de una manera correcta y de que las partes emitieron válidamente sus votos. La existencia de un debate insuficiente en la reunión no debería servir para desvirtuar esta presunción.

8. Revisión y confirmación por el tribunal

En general, las partes a las que se les proporciona suficiente información sobre el plan y suficiente tiempo para considerar las implicaciones que éste tiene para ellos están en una mejor posición que el tribunal para determinar si el plan conviene a sus intereses. Sus votos deberían ser suficientes como para estimar que la clase ha aprobado el plan, a menos que existan motivos para poner en cuestión que esos votos sean representativos de

⁸ Algunos escenarios de “autopréstamo”, en los cuales fondos especializados adquieren deuda en dificultades con la finalidad de convertirla en una participación de control del capital del deudor, pueden resultar problemáticos. En relación con la equidad de los planes de reestructuración, esta cuestión se aborda a través del diseño de la “regla de la prioridad relativa”, analizada infra. Implicaciones de mayor alcance, como el uso abusivo de las cláusulas de los contratos de préstamo con el propósito de facilitar la toma de control sobre el prestatario, quedan fuera del ámbito de este proyecto.

la clase.

El tribunal no debe limitarse a “estampar un sello” en un plan que haya sido aprobado con las mayorías necesarias, sino que debe ejercitar su propio juicio para determinar si el plan cumple las exigencias legales. Deberían tomarse en consideración las siguientes cuestiones:

- (a) ¿La información proporcionada a las partes, y el tiempo concedido para analizarla, fueron adecuados? A la hora de responder, el tribunal debería tener en cuenta el grado de sofisticación de los votantes.
- (b) ¿Las mayorías de cada clase actuaron de buena fe en interés de su clase? Debería presumirse con carácter *iuris tantum* que así fue. Este requisito no se cumpliría si quienes conforman la mayoría persiguen intereses privados que no se derivan de los derechos legalmente reconocidos que cada miembro de la clase ostenta frente al deudor. El tribunal debería descontar o ignorar los votos de quienes tengan intereses personales contrarios a los intereses de la clase a la cual pertenecen, o intereses personales no compartidos con otros miembros de la misma clase tales que no hubiesen votado a favor del plan de no ser por esos intereses colaterales. Los votos de las personas estrechamente relacionadas con el deudor, sus filiales o administradores, normalmente merecerán este tratamiento. También lo merecería el voto de un acreedor protegido con un swap de cobertura de crédito o instrumento similar que le otorgue un mayor retorno en caso de liquidación del deudor que en caso de ejecución del plan.
- (c) ¿Existen circunstancias en el contexto en el cual el plan se formuló, propuso, votó o se sugirió implementar, que puedan afectar negativamente a su adecuación? Los ejemplos incluyen aquellos casos en los cuales el plan resulta innecesario, conlleva un serio incumplimiento contractual con un tercero, es *ultra vires* respecto del deudor, está sujeto a condiciones significativas que todavía no se han cumplido, o probablemente será ineficaz (por ejemplo, cuando una parte del plan debe implementarse en otra jurisdicción y es muy probable que los tribunales de esa jurisdicción rechacen su reconocimiento y efectos). Véase también el Capítulo 4, par. 5.4.2 en relación con el sometimiento del plan a condiciones.
- (d) ¿Es el plan manifiestamente irrealizable? En general, como se ha explicado anteriormente, son los afectados (y no el tribunal) quienes están en la mejor posición para determinar si el deudor en crisis sigue siendo viable y, en tal caso, la mejor manera de concederle la oportunidad de superar sus dificultades. El tribunal debería limitarse a comprobar que resulta más probable que el deudor evite la liquidación o que no necesite una sucesiva reestructuración si el plan se confirma (a menos, claro está, que el propio plan contemple la liquidación o una ulterior reestructuración). Esta cuestión se analiza más en profundidad en el Capítulo 6, par. 4.4.
- (e) ¿El plan se ajusta al interés superior de los acreedores disidentes (“best interest test”)? Conforme a este requisito, los acreedores disidentes deben recibir bajo el plan al menos lo mismo que recibirían en caso de que el plan no llegase a confirmarse (véase par. 4 *supra*). En todos los casos, lo anterior implica que el plan debe conceder a los disidentes como mínimo el valor que recibirían en caso de que el patrimonio del deudor se liquidase de forma fragmentada. Sin embargo, el supuesto de liquidación *fragmentada* no será el escenario con el cual realizar la comparación cuando, por ejemplo, el tribunal considere acreditado que, de no aprobarse el plan, lo más probable es la enajenación *unitaria* de la empresa.⁹ La

⁹ La venta en funcionamiento de la empresa puede referirse a todo el grupo, véase por ejemplo el caso español de Abengoa (cfr. nota al pie 7 de este Capítulo).

ley puede también permitir la comparación con un plan alternativo que haya sido sometido a votación, recibido el apoyo necesario y pueda ser aprobado si el otro plan no lo es (por el contrario, los planes meramente hipotéticos no pueden servir a este propósito, véase el par. 4 *supra*). En tal caso, la prueba del interés superior de los acreedores exige que el plan iguale o supere el retorno que los acreedores disidentes obtendrían en el escenario que sirve como elemento de comparación; la igualdad o superación de los retornos en caso de liquidación fragmentada no siempre será suficiente (por ejemplo, cuando el elemento de comparación es la venta unitaria de la empresa en el seno de un procedimiento concursal).

El tribunal puede suspender la vista para permitir que se tomen las medidas adecuadas, exigir que el plan se someta nuevamente a votación, imponer condiciones previas para la confirmación del plan o rechazarlo directamente.

Recomendación de política legislativa #2.14 (Condiciones para la confirmación de un plan que ha sido aprobado por cada una de las clases de sujetos afectados). El tribunal debería confirmar un plan que ha sido aprobado por todas las clases de afectados si se cumplen las siguientes condiciones:

- 1) Se ha proporcionado información adecuada a los interesados, teniendo en cuenta su nivel de sofisticación;**
- 2) Las mayorías dentro de cada clase han actuado de buena fe conforme a los intereses de la propia clase, y así se presume con carácter *iuris tantum*;**
- 3) De las circunstancias en las cuales se formuló, propuso, votó y planea implementarse el plan no se derivan hechos susceptibles de afectar negativamente a la adecuación del mismo;**
- 4) El plan no resulta manifiestamente irrealizable; y**
- 5) El plan respeta el interés superior de los acreedores y socios disidentes, en el sentido de que les proporciona tanto como obtendrían si el plan no fuese aprobado.**

Recomendación de política legislativa #2.15 (Condiciones impuestas por el tribunal). El tribunal debería poder imponer condiciones para la confirmación del plan.

9. Clases de afectados disidentes

Cuando un plan que afecta a los derechos de una clase de sujetos no logra el apoyo necesario entre los miembros de esa clase, puede igualmente ser aprobado siempre y cuando trate a esa clase de manera equitativa. Además de los requisitos descritos anteriormente, el plan debe ser adecuado y respetar los derechos de los miembros de la clase. Esto implica, como mínimo, que deben cumplirse las tres condiciones siguientes:

- (a) Se cumple la prueba del interés superior de los acreedores.
- (b) Al menos una clase de acreedores cuyos derechos vayan a verse afectados

negativamente por el plan lo ha aprobado con las mayorías necesarias.

- (c) Se cumple la “regla de la prioridad relativa”.¹⁰ Esta requiere: (i) que cada clase disidente reciba un tratamiento al menos igual de favorable que otras clases del mismo rango; (ii) que ninguna clase de rango inferior reciba un trato igual o superior; y (iii) que las clases de rango superior no reciban un retorno mayor que el valor económico actual de sus créditos.

La regla de la prioridad relativa es una alternativa preferida a la “regla de la prioridad absoluta” familiar en la práctica de reestructuraciones de los Estados Unidos. La regla de la prioridad absoluta establece una condición previa para la confirmación de un plan que haya sido rechazado por una o más clases de afectados. Esta condición previa consiste en que los miembros de cada clase disidente deben ser íntegramente satisfechos antes de que los miembros de una clase inferior reciban importe alguno. Este enfoque resulta defectuoso. Incentiva el disenso respecto del plan en la medida en que los disidentes confíen en que este va a recibir el apoyo suficiente por parte de los acreedores de otras clases. Estos disidentes pueden aprovecharse del sacrificio ajeno mediante la obtención de un pago íntegro, mientras que otros aceptan una quita. Sin embargo, ello reduce la probabilidad de confirmación del plan, dado que cada clase puede tener, en este sentido, incentivos para disentir.

La regla de la prioridad relativa proporciona una alternativa más realista, asegurando un tratamiento equitativo para los disidentes mediante la protección de su posición relativa respecto de otros afectados, pero sin crear incentivos para la disidencia. La regla de la prioridad relativa también facilita que se confirmen planes que permitan que los socios retengan su participación en el deudor o en el negocio, lo cual incentiva, a su vez, particularmente en el caso de las pymes y micropymes, un uso mayor y más temprano de los procedimientos de reestructuración y la posibilidad de aprovechar el conocimiento y experiencia que los socios tienen respecto del deudor. Esta regla también establece una medida de protección contra las estrategias de “autopréstamo”, mediante las cuales los adquirentes de deuda en dificultades intentan hacerse con una participación en el capital del deudor mayor que el valor económico actual de sus créditos.

Recomendación de política legislativa #2.16 (Condiciones para la confirmación de un plan que no ha sido aprobado por cada una de las clases de afectados). El tribunal debería confirmar un plan que no haya recibido el apoyo suficiente por los miembros de una o más clases de acreedores o socios (“cross-class cram down”) si, además de los requisitos enumerados en la Recomendación de política legislativa #2.14, se cumple lo siguiente:

1) El plan ha sido aprobado con las mayorías necesarias por al menos una clase de acreedores cuyos derechos se ven afectados negativamente por el mismo; y

2) Se cumple la regla de la prioridad relativa, en el sentido de que:

(i) Cada clase disidente recibe un tratamiento al menos igual de favorable que otras

¹⁰ Un buen análisis de los principios que subyacen puede encontrarse en S. MADAUS, *Leaving the Shadows of US Bankruptcy Law: A Proposal to Divide the Realms of Insolvency and Restructuring Law*, Eur. Bus. Org. Law Rev. (2018), especialmente en la sección 5.2.

clases del mismo rango;

(ii) Ninguna clase de rango inferior recibe un trato igual o superior; y

(iii) Las clases de rango superior no reciben un retorno mayor que el valor económico actual de sus créditos.

Capítulo 3

Los objetivos, los contenidos y la estructura del plan*

SUMARIO: 1. Introducción. – 2. El plan de reestructuración. – 3. Posibles medidas del plan de reestructuración. – 3.1. Medidas en el lado de los activos. – 3.1.1. Venta de la empresa. – 3.1.2. Venta de activos no estratégicos. – 3.1.3. Cambios sobre los trabajadores. – 3.2. Medidas en el lado de los pasivos. – 3.2.1. Modificaciones de los términos financieros de los créditos. – 3.2.2. Modificaciones del tipo de interés. – 3.2.3. Esperas. – 3.2.4. Quitas. – 3.2.5. Tratamiento de las cláusulas de los préstamos. – 3.2.6. Nuevas aportaciones por parte de los socios o de terceros. – 3.2.7. Capitalizaciones de deuda. – 3.2.8. Nueva financiación. – 4. Problemas de valoración. – 4.1. Objetivos e incógnitas. – 4.2. Técnicas. – 4.2.1. Método del Descuento de Flujos de Caja. – 4.2.2. Métodos de valoración de mercado. – 5. El documento explicativo o aclaratorio. – 5.1. Contexto. – 5.2. Consecuencias de la no ejecución de la reestructuración. – 5.3. Resumen del endeudamiento existente. – 5.4. Cronograma. – 5.5. Proyecciones financieras y viabilidad. – 5.6. Valoración y distribución del valor entre los acreedores. – 5.7. Condiciones legales previas para la reestructuración. – 5.8. Acciones a adoptar por los afectados. – 5.9. Objeciones al plan propuesto. – 5.10. Fondo(s) para contingencias. – 5.11. Créditos intragrupo. – 5.12. Posición de los administradores, de los altos directivos y aspectos de gobierno corporativo. – 5.13. Aspectos fiscales. – 5.14. Costes y honorarios asociados con la formulación y aprobación del plan. – 5.15. Jurisdicción.

1. Introducción

El plan de reestructuración es el elemento clave de la propuesta, aprobación y ejecución de la reestructuración de una sociedad o un grupo en dificultades.¹ Pretende informar a los afectados y al tribunal acerca de la necesidad y la racionalidad de la reestructuración, así como sobre la forma en la cual esta puede afectar a los derechos y obligaciones de las partes. Un plan bien redactado ofrece una visión general de las partes afectadas (y también de las no afectadas) por la reestructuración (y también, si procede, de las clases de afectados).

* Aunque ha sido discutido en profundidad y compartido por todos los miembros del equipo de investigación Co.Di.Re., la autoría de este Capítulo corresponde a Riz Mokal, con ayuda de Charles G. Case III y Lorenzo Stanghellini.

¹ Las sociedades de un grupo pueden reestructurarse de forma simultánea. En tal caso, la reestructuración puede producirse a través de un único plan, o bien mediante varios planes, cada uno de ellos referido a una de las entidades participantes. Ello depende de la ley aplicable y de la práctica, así como de lo previsto por los interesados en cada caso. Nuestro análisis contempla ambas posibilidades. Por ejemplo, de entre las numerosas soluciones informales y semiformales que la Ley Concursal española contempla para hacer frente a la insolvencia empresarial, solo una de ellas está expresamente prevista para los grupos de sociedades (los acuerdos de refinanciación colectivos, art. 71 bis.1 LC). Sin embargo, a pesar de no estar admitidos de forma expresa, más de la mitad (54%) de los acuerdos de refinanciación homologados examinados (D.A. 4.ª LC) son acuerdos de grupo (es decir, acuerdos a través de los cuales se refinancia a varias sociedades pertenecientes al mismo grupo). Véanse los hallazgos nacionales españoles en www.codire.eur.

La reestructuración suele exigir que los acreedores realicen concesiones de distinto tipo. En consecuencia, el plan de reestructuración tiene importantes consecuencias distributivas para las partes implicadas y para el valor de sus créditos. Un plan formulado en un entorno de reestructuración sofisticado puede afectar a los suministradores de cualquier tipo de capital, incluyendo a los acreedores privilegiados o garantizados y a los socios, aunque también puede estar limitado a un subgrupo de acreedores, como por ejemplo los financieros. La ley aplicable —en conjunción con el correspondiente plan de reestructuración— debería definir claramente los obligados por el plan. En principio, las partes no incluidas o involucradas en la adopción del plan de reestructuración —o que no han tenido siquiera la oportunidad de participar— no deberían quedar obligadas por su contenido,² aunque pueden ser afectadas indirectamente por sus efectos legales (para un análisis más en profundidad, véase el Capítulo 6).

Con la finalidad de proporcionar transparencia a las partes, el plan de reestructuración debería incluir una descripción de la empresa y su entorno competitivo; la valoración del deudor o de su empresa en el momento presente, para posibilitar útiles comparaciones y establecer un valor mínimo de partida; una descripción razonada de las causas y del alcance de las dificultades financieras del deudor, así como del estado actual del mismo. Los principios esenciales del plan incluyen asimismo una propuesta de duración, las medidas que deben implementarse con el plan y sus efectos. El plan también debe incluir un informe o declaración razonada de los administradores u otros proponentes del plan acerca de la viabilidad del negocio, el propósito de la reestructuración como apoyo de la continuación del negocio para evitar la insolvencia y las condiciones previas que deben darse para que su ejecución se produzca con éxito.

Una cuestión terminológica preliminar: en este documento el término “plan” se emplea de forma amplia y se refiere tanto a las disposiciones contractuales o cuasi-contractuales que modifican los derechos y obligaciones de las partes, como a los documentos (denominados “documento aclaratorio” en la práctica estadounidense y “documento explicativo” en el contexto de los *schemes of arrangement* de Reino Unido) —ya sean documentos separados o parte de un único documento³— que proporcionan a las partes y al tribunal toda la información necesaria relativa al proceso de reestructuración.

Este capítulo describe los objetivos, los contenidos y la estructura de un plan de reestructuración bien redactado. También aborda cuestiones relativas a la valoración, unas de las más complicadas y litigiosas de muchas reestructuraciones.

Recomendación de política legislativa #3.1 (*Ámbito del plan*). El plan debería poder afectar a todos los proveedores de capital, incluidos los acreedores garantizados y privilegiados, las autoridades fiscales y los socios.

² Una excepción a este principio puede encontrarse, por ejemplo, en la Ley de insolvencias alemana: si el plan (*Insolvenzplan*) no incluye estipulaciones relativas a los acreedores subordinados, estos no participan en la adopción del plan y se entiende que han renunciado a sus créditos (con la excepción de los créditos subordinados al amparo de la sección 39, par. 1.3 InsO), véase en este sentido la sección 225 par. 1 InsO, y la sección 222 par. 1.2-3 InsO. Estos acreedores pueden, sin embargo, oponerse a la confirmación del plan conforme a la sección 251 InsO.

³ Un ejemplo de lo anterior es el *Insolvenzplan* alemán, que incluye una parte constructiva u operativa y una parte declarativa (y ciertos anexos), sección 219 InsO.

Recomendación de política legislativa #3.2 (Aplicabilidad a un subgrupo de acreedores). La ley debería permitir que el plan afecte únicamente a un subgrupo de una determinada categoría de acreedores. Por ejemplo, es posible que el plan únicamente vincule a los acreedores financieros, dejando al resto de los acreedores fuera de su ámbito, no afectados por el mismo y por lo tanto manteniendo intactos los derechos anteriores.

2. El plan de reestructuración

Un plan de reestructuración típicamente propone restaurar la viabilidad del deudor, esto es, sugiere una vía que permita al deudor pagar sus deudas en el medio a largo plazo.⁴ El plan lleva a cabo lo anterior mediante la propuesta de una o varias de las siguientes estrategias:

1. Una reestructuración de los activos y las operaciones del deudor (“reestructuración operativa”); y/o
2. Una reestructuración de la estructura de deuda y capital del deudor (“reestructuración financiera”).

La experiencia de numerosas jurisdicciones indica que la mayoría de los deudores necesitarían una combinación adecuada tanto de reestructuración operativa como financiera para que el negocio vuelva a ser viable. La reestructuración operativa requiere, sin embargo, cambios tangibles como el cierre de oficinas, la venta de activos y el despido de trabajadores, motivo por el cual su implantación tiende a ser más difícil. Eso explica la frecuente tendencia (particularmente por parte de los administradores y propietarios de la empresa) a restar importancia a la reestructuración operativa. Por el contrario, la reestructuración financiera tiende a situar la carga de restaurar la viabilidad del deudor sobre los hombros de los acreedores, lo cual explica que este tipo de reestructuración sea preferida por los deudores.

El plan de reestructuración debería proporcionar a los interesados y al tribunal toda la información que razonablemente pueda ser necesaria para que estos valoren el plan. Ello incluye, si bien no exclusivamente, las siguientes cuestiones:

1. Explicaciones sobre la necesidad de la reestructuración, que muestren, en particular, cómo, a menos que esta se produzca, el deudor no podrá cumplir sus obligaciones a medida que devengan exigibles;
2. Explicaciones sobre las asunciones y expectativas en las que se basa el plan y la justificación de su razonabilidad;
3. La descripción de cómo el plan de reestructuración pretende afectar a los activos y pasivos del deudor, con identificación de los activos cuya enajenación se pretende, las operaciones que se interrumpirán, los cambios

⁴ Algunos de los planes que se presentan en los procedimientos de reestructuración pretenden liquidar el negocio de manera que el valor se conserve mejor que lo que cabría esperar bajo el régimen aplicable de liquidación. Mientras se observen las salvaguardas establecidas en este informe, no parecen existir verdaderas objeciones a este uso de los procesos de reestructuración.

propuestos en el órgano de administración, los créditos cuya novación se plantea y cualquier derecho de nueva creación;

4. La aclaración de las actuaciones llevadas a cabo por el deudor y cualquier otra parte en el proceso de reestructuración hasta la fecha, incluyendo en particular si se han ofrecido incentivos a algunos interesados para que accedan a la reestructuración; y
5. La indicación de cuál sería el resultado para el deudor y su empresa en caso de que el plan finalmente se apruebe, así como las consecuencias de su falta de aprobación.

Guía de actuación #3.1 (Reestructuración operacional y financiera). La parte que proponga el plan debe decidir si, para la restauración de la viabilidad del deudor, tanto los activos como los pasivos del balance necesitan ser reestructurados.

3. Posibles medidas del plan de reestructuración

La práctica muestra que existe una amplia variedad de medidas susceptibles de ser propuestas en un plan de reestructuración, ya afecten al lado activo o al lado pasivo del balance del deudor. Nos centraremos aquí en las medidas más importantes y habituales.

3.1. Medidas en el lado de los activos

3.1.1. Venta de la empresa

El plan puede proponer la venta de la empresa en su totalidad. El potencial comprador puede ser titularidad de un grupo completamente nuevo de inversores, en cuyo caso el resultado es sustancialmente idéntico a una liquidación, aunque planteado de una manera que los interesados consideran evidentemente preferible a la alternativa de situar al deudor en un procedimiento de liquidación formal.⁵ Alternativamente, los propietarios del potencial comprador pueden incluir a algunos de los actuales titulares del deudor (acreedores, socios, o ambos). Así ocurrirá cuando los interesados consideren, por motivos fiscales, regulatorios o de cualquier otro tipo, que resulta preferible continuar la empresa a través de una nueva entidad.

3.1.2. Venta de activos no estratégicos

⁵ En Italia, una parte significativa de las reestructuraciones judiciales (*concordato preventivo*) y una fracción considerable de las extrajudiciales (*accordo di ristrutturazione*) pretenden rescatar la empresa mediante su venta: (a) entre los deudores que se someten a una reestructuración judicial (*concordato preventivo*) y que pretenden salvaguardar la empresa, alrededor del 20-30% lo consigue mediante la venta de la empresa; mientras que el 6-12% de las reestructuraciones judiciales que pretenden salvaguardar la empresa lo hacen mediante la continuación de la actividad; (b) aproximadamente el 12% de las reestructuraciones extrajudiciales (*accordo di ristrutturazione*) que pretenden salvaguardar la empresa lo hacen mediante la venta del negocio. Véase la parte cuantitativa de la investigación empírica italiana, publicada en www.codire.eu.

Mediante la venta de activos no estratégicos, la compañía puede conseguir liquidez, elemento clave para que su negocio principal sobreviva en funcionamiento. La ley no debería considerar la venta de activos no estratégicos (incluidas unidades productivas cuya actividad cesaría conforme al plan) como legalmente equivalente a una liquidación formal.⁶

3.1.3. Cambios sobre los trabajadores

La reducción del coste de la mano de obra puede ser esencial para restaurar la viabilidad del deudor.⁷ El nivel de empleo actual puede ser excesivo a la vista de la reducida demanda de los productos del deudor, los gastos derivados del empleo fijo de trabajadores pueden ser inasequibles, o puede que los salarios y las prestaciones a favor de los trabajadores que fueron adecuados y sostenibles en otro contexto empresarial sencillamente ya no lo sean.

La negociación de este tipo de cambio operativo suele ser ardua (véase el Capítulo 5, par. 4.2). En las empresas grandes puede existir presión política para evitar despidos; además, en las pymes y micropymes pueden existir vínculos personales que dificultan la adopción de medidas relativas a la mano de obra (véase también el Capítulo 7 sobre la ejecución del plan). La ley a menudo establece procedimientos específicos que facilitan o abaratan la reducción de la mano de obra en el seno de una reestructuración, o que facilitan la transmisión de la empresa mediante la reducción parcial de los derechos de los trabajadores, para así asegurar la supervivencia de la empresa y la consiguiente salvaguarda (al menos de parte) de los puestos de trabajo.⁸

Dada la importancia de las medidas que impactan en los trabajadores, el plan debería tomar en consideración las leyes, reglamentos y convenios colectivos aplicables, y valorar si la herramienta de reestructuración escogida es, dadas las circunstancias, la mejor para los intereses de los acreedores.

Recomendación de política legislativa #3.3 (*Transmisión de la empresa en funcionamiento*). La ley debería permitir la venta de la empresa del deudor, ya sea de forma unitaria o fragmentada, como parte del proceso de reestructuración.

⁶ El acuerdo puede contemplar no solo los activos afectados (normalmente, activos no operativos y/o activos que no resultan esenciales para el normal funcionamiento de la empresa), sino también el procedimiento para llevar a cabo la venta, el periodo en el cual debe producirse, y el destino de lo obtenido con la enajenación. En España, la desinversión o mandato de venta de activos no es muy frecuente (12 casos de 70). Véanse los hallazgos nacionales españoles en www.codire.eu.

⁷ Debería tenerse en cuenta, sin embargo, que los reajustes de plantilla no siempre implican reducciones o despidos. En España, en 4 casos de un total de 70, los reajustes implicaron un incremento de la plantilla, mediante la contratación de nuevo personal (también directivos muy experimentados y capaces de abrir nuevos mercados) y/o con la creación de puestos de trabajo específicos para las tareas derivadas del nuevo plan de negocio. Véanse los hallazgos nacionales españoles en www.codire.eu.

⁸ Véase, por ejemplo, la Directiva 2001/23/CE del Consejo, de 12 de marzo de 2001, sobre la aproximación de las legislaciones de los Estados miembros relativas al mantenimiento de los derechos de los trabajadores en caso de traspasos de empresas, de centros de actividad o de partes de empresas o de centros de actividad. La Directiva permite que los Estados miembros reduzcan los derechos de los trabajadores en caso de transmisión de una empresa si el deudor “se encuentra en una situación de crisis económica grave (...) declarada por una autoridad pública competente y sea posible su control judicial” (artículo 5.3).

**Recomendación de política legislativa #3.4 (*Cambios en la plantilla de trabajadores*),
La ley debería establecer medidas específicas encaminadas a la reducción de los costes laborales como parte de un proceso de reestructuración.**

Guía de actuación #3.2 (*Medidas que afectan a los activos*). La parte que propone el plan debería decidir si las modificaciones operativas (como la venta de activos, de la empresa en su conjunto o la reducción de la plantilla de trabajadores) son necesarias para permitir al deudor la oportunidad de restaurar su viabilidad.

3.2. Medidas en el lado de los pasivos

Algunas medidas en el lado de los pasivos son más sencillas (y rápidas) de implementar que otras. Dependiendo de la situación financiera de la sociedad o del grupo de sociedades, algunas de estas medidas quizá se hayan ejecutado antes de la negociación de un plan de reestructuración, para permitir que la empresa “coja aire” antes de comenzar realmente a negociar.

3.2.1. *Modificaciones de los términos financieros de los créditos*

En general, el primer aspecto a considerar es la renegociación con los acreedores —especialmente los financieros— términos y condiciones nuevos y menos onerosos para los créditos en vigor.

3.2.2. *Modificaciones del tipo de interés*

Una de las formas más sencillas para proporcionar algo de aire a una empresa en dificultades consiste en ajustar los tipos de interés (fijos o variables), dado que la deuda con una tasa de interés muy alta (en tanto que coste fijo) supone una carga para una empresa en dificultades. La modificación de los tipos de interés puede (re)negociarse en el plan de reestructuración.⁹

3.2.3. *Esperas*

Una importante técnica de reestructuración consiste en que los acreedores accedan a que el deudor realice algunos o todos los pagos más tarde de lo actualmente estipulado. Estas esperas pueden aplicarse a todo o parte del principal y/o a los pagos de intereses.

⁹ La investigación empírica llevada a cabo en España, por ejemplo, muestra que la revisión de los tipos de interés a la baja para reducir los costes de financiación constituye una práctica común. En algunos casos, se reducen los tipos de interés, pero se acuerda simultáneamente su incremento anual progresivo (por ejemplo, Euribor +1% el primer año, Euribor +1,25% el segundo año, Euribor +1,5% el tercer año, etc.). En otros casos, la reducción de tipos de interés se somete a la condición de que, si determinados parámetros financieros sufren una variación favorable para el deudor, no se reducirá el tipo de interés. De manera semejante, algunos acuerdos también contemplan que algunos tramos de deuda devenguen intereses solo si se cumplen determinadas condiciones de bonanza económica. Véanse los hallazgos nacionales españoles en www.codire.eu.

3.2.4. *Quitas*

Otra importante medida es la reducción de la deuda exigible, mediante las denominadas “quitas”.

La evidencia empírica muestra que, en las reestructuraciones extrajudiciales, la medida predominante en relación con el sobreendeudamiento son las esperas, raramente acompañadas de quitas, mientras que, en los procedimientos formales de insolvencia, la norma es la imposición de quitas, con la excepción de algunos créditos garantizados a largo plazo.¹⁰ Sin embargo, no es infrecuente que las empresas se sometan a varias rondas de reestructuración: esto puede indicar que las primeras medidas resultaron insuficientes (véase el Capítulo 4, par. 5.3) o que el deudor ya no es viable. Debe, por lo tanto, velarse por que la empresa sea capaz de hacer frente a la deuda reestructurada. Lo anterior suscita importantes cuestiones relacionadas con la viabilidad del plan, que son abordadas en los Capítulos 2 y 6.

3.2.5. *Tratamiento de las cláusulas de los préstamos*

El plan establecerá si el deudor debe remediar algún incumplimiento de los compromisos adquiridos en virtud de los contratos de préstamo, o si los acreedores deben renunciar a los remedios puestos a su disposición para solucionar estos incumplimientos. También indicará cuáles, dentro de los compromisos existentes, se mantendrán tras la reestructuración, cuáles serán eliminados y qué nuevos compromisos se imponen.

3.2.6. *Nuevas aportaciones por parte de los socios o de terceros*

Un tipo de nuevas aportaciones por parte de los socios y de terceros son las inyecciones de capital a la sociedad en dificultades, ya sea para incrementar sus fondos propios o para reducir sus fondos ajenos. El plan debería determinar si los privilegios o cualquier otro derecho de los actuales socios se mantienen o, si la ley lo permite —como creemos que debería suceder en un contexto de reestructuración—, se ignoran.

Las aportaciones (incluida la nueva financiación, véase *infra*) suelen condicionarse a la confirmación del plan y pueden (o no) atribuir el derecho a obtener acciones u otras participaciones en el capital de la sociedad. Dependiendo de la jurisdicción, es posible que las nuevas aportaciones se distribuyan libremente entre los acreedores, sin que sea necesario respetar la regla de la prioridad absoluta o relativa, dado que los fondos implicados no provienen del patrimonio del deudor.¹¹ Por el contrario, el excedente de la reestructuración —la diferencia positiva entre el valor de la empresa

¹⁰ Esto resulta particularmente cierto en el caso de España, donde el contenido más frecuente de los acuerdos de refinanciación son las esperas. En efecto, aproximadamente el 90% de los acuerdos contemplan algún aplazamiento en el vencimiento de la deuda, normalmente mediante modificaciones del calendario de amortización. En otros casos, se cancelan los préstamos y son reemplazados por otros nuevos con un calendario de amortización diferente. En contraste, las cláusulas que contemplan quitas son poco habituales. En la mayoría de los casos, se refieren a importes cuantitativamente irrelevantes. Véanse los hallazgos nacionales españoles en www.codire.eu.

¹¹ Esto es cierto, por ejemplo, para Italia (véase la resolución del Tribunal de Casación de 8 de junio de 2012, n.º 9373, que permite la libre distribución entre los afectados del “dinero nuevo”, que por lo tanto no llega a ingresar en el patrimonio del deudor), pero no para Alemania, donde —en un procedimiento de insolvencia— la nueva financiación/inyecciones de capital no solo pasan a formar parte del patrimonio y deben ser distribuidos conforme a la prelación correspondiente, sino que los pagos directos realizados por terceros y que otorguen a ciertos acreedores un tratamiento preferente, pueden ser nulos (sección 226, par. 3 InsO), y eso puede conducir a que el plan no sea confirmado (sección 250.2 InsO).

reestructurada y el valor de liquidación— únicamente puede distribuirse respetando las normas sobre prioridad. Las nuevas aportaciones son, por lo tanto, uno de los instrumentos empleados en la práctica —dentro de los límites del Derecho aplicable— para dar flexibilidad al desarrollo del plan.

3.2.7. Capitalizaciones de deuda

El plan puede prever que algunos créditos se extingan en todo o en parte como a cambio de una participación en el capital del deudor o en la sociedad que lo suceda. Ello reduce el volumen de la deuda de la sociedad sin exponer su negocio a los riesgos de una venta en el mercado, que quizá no reporte a los interesados todo el valor.

Un método valioso para preservar algún interés en los socios actuales consiste en otorgar participaciones o acciones privilegiadas a los antiguos acreedores, permitiendo a los actuales socios mantener sus participaciones o acciones (ahora ordinarias). El beneficio de este método es que permite resolver disputas relativas al valor de la empresa entre los acreedores y los socios actuales. El tiempo dirá si las acciones ordinarias seguirán teniendo algún valor, y se evitan las valoraciones especulativas.¹²

Otra técnica con el mismo objetivo consiste en que el plan proporcione a determinados acreedores (normalmente *junior*) *warrants* u opciones para que posteriormente puedan adquirir participaciones en el capital. De nuevo, el plan debería contemplar hasta qué punto y de qué manera quedarían diluidos, subordinados o apartados los socios actuales.¹³ Un aspecto crucial es, por supuesto, la fijación del precio de ejercicio de la opción o las circunstancias bajo las cuales puede emplearse el *warrant*.

Si los acreedores (en general, *senior*) no desean convertir sus créditos en capital cuando se negocia el plan de reestructuración, este puede contemplar la conversión de su deuda en deuda convertible, dejándoles así la opción de realizar la conversión más adelante. La opción puede ser ejercitable en un momento concreto o bien estar disponible durante toda la vida del crédito. De esta forma, los acreedores soportarán el riesgo que conllevan sus créditos. Téngase en cuenta, sin embargo, que la deuda convertible sigue siendo deuda, y así deberá figurar en el plan financiero para el caso de que los acreedores decidan no convertirla.¹⁴

¹² Véase también el Capítulo 2, par. 2.1, en relación con el acuerdo entre deuda y capital y sus implicaciones: en particular, para que los socios conserven un interés en una empresa incapaz de hacer frente a su deuda, deben existir buenos motivos, ya sea por los incentivos adecuados (los socios no reestructurarán si no pueden apropiarse de ningún valor), o por la incertidumbre (aunque la empresa sea insolvente a nivel de los flujos de caja, es posible que los socios retengan algún valor).

¹³ La redacción de estos planes puede ser costosa y compleja, especialmente para las pymes. Aunque existe el riesgo de perder los matices, puede ser oportuno proporcionar plantillas en estos casos. El *American Bankruptcy Institute* ha sugerido algunas medidas estándar para la retención de capital en las pymes que atraviesan una reestructuración al amparo del “Chapter 11”.

¹⁴ En Italia, el análisis cualitativo muestra que no abundan las capitalizaciones de deuda ni la conversión de deuda en instrumentos híbridos (y, en el caso de las pymes, son prácticamente inexistentes), porque los bancos no gustan de ejercer control sobre una empresa reestructurada, y por eso tienden a optar por instrumentos híbridos que les proporcionan una participación en los beneficios futuros de la compañía, en una posición crediticia superior a la de los socios.

En España, la capitalización de deuda aparece en aproximadamente el 25% de los acuerdos de refinanciación homologados. Téngase en cuenta, sin embargo, que la capitalización de deuda obligatoria es muy poco habitual, y cuando aparece suele estar limitada a un tramo de deuda determinado. En efecto, en la mayoría de los acuerdos que contemplan capitalizaciones de deuda, esta se concibe como una mera opción, dependiente de la ocurrencia de determinadas circunstancias. La opción de capitalizar los créditos

En relación con todas estas técnicas, la valoración de la empresa, analizada más abajo, resulta de una importancia esencial.

3.2.8. Nueva financiación

Una reestructuración exitosa puede requerir nueva financiación para el deudor en dos fases.¹⁵

La primera, financiación provisional, permite que el deudor mantenga su actividad mientras el plan de reestructuración se desarrolla, se negocia, se vota y se somete al tribunal para su aprobación. Puesto que resulta instrumental a la negociación del plan, se analiza la financiación provisional en el Capítulo 5. El segundo tipo de dinero nuevo, normalmente denominado “nueva financiación”, permite al deudor operar mientras implementa el plan debidamente aprobado.¹⁶ Por ese motivo se estudia en esta sección.

Este segundo tramo de financiación, que generalmente contempla el propio plan, únicamente deviene disponible si un prestamista nuevo o preexistente se aviene a proporcionarla. Esto ocurrirá si el valor de los activos del deudor (cuando continúe la actividad) supera al importe de los pasivos exigibles según los términos del plan de reestructuración. La ley aplicable determinará el rango de la nueva financiación, si puede garantizarse y por qué vías (por ejemplo, el propio excedente del valor de los activos), así como el nivel de protección del cual gozan los proveedores de nueva financiación en cuanto al ejercicio de acciones de reintegración y a la exigencia de responsabilidad para el caso de que la reestructuración finalmente fracase. La ley también puede permitir la concesión de un “superprivilegio”, esto es, la subordinación de los acreedores no garantizados preexistentes, o el privilegio de los acreedores garantizados preexistentes si estos consienten (o también si el tribunal considera que los intereses de estos acreedores están suficientemente protegidos). En cualquier escenario, si existen salvaguardas adecuadas para los acreedores preexistentes, el prestamista de nueva financiación requerido para implementar un plan de reestructuración prometedor debe estar protegido frente al riesgo de acciones de reintegración y de responsabilidad personal en el caso de que el plan fracase y el deudor se vea posteriormente abocado a un procedimiento de

en caso de incumplimiento del acuerdo se contempla a menudo, aunque las condiciones suelen variar entre los distintos tramos de deuda (por ejemplo, la capitalización puede ser posible en caso de incumplimiento de dos o más cuotas del tramo de deuda A, pero en caso de incumplimiento de una única cuota del tramo de deuda B a su vencimiento). En ocasiones, la capitalización es posible en caso de incumplimiento de ciertas obligaciones (por ejemplo, en caso de una desviación negativa del 40% en el EBITDA contemplado en el acuerdo), en caso de vencimiento anticipado, o cuando se dan determinadas circunstancias (por ejemplo, cuando resulta necesario para restaurar un desequilibrio patrimonial eventual y potencial). Puede también ocurrir que las capitalizaciones de deuda se limiten a determinados créditos (por ejemplo, para los préstamos subordinados entre los socios y la sociedad). Véanse los hallazgos nacionales españoles en www.codire.eu.

¹⁵ Los análisis cuantitativos y cualitativos (entrevistas con jueces, abogados y asesores) llevados a cabo en Italia muestran la importancia que la nueva financiación tiene para rescatar empresas en dificultades. Sin embargo, conforme a la muestra analizada: (a) solo algunos planes contemplan el suministro de nueva financiación, esto es, el 25-30% de las reestructuraciones extrajudiciales (*accordo di ristrutturazione*); (b) cuando se proveen nuevos fondos, principalmente es en forma de deuda, y solo un pequeño porcentaje del dinero nuevo se aporta como capital. En España, solo un tercio de los casos analizados contempla el suministro de nueva financiación. Normalmente, la nueva financiación proviene de alguno de los socios de la sociedad deudora (especialmente en forma de préstamos participativos, y en ocasiones con el compromiso de capitalizar la deuda al cabo de un determinado plazo). Véanse los hallazgos nacionales españoles en www.codire.eu.

¹⁶ Ambos tipos de financiación están previstos en la Propuesta de Directiva (art. 16, véase también el art. 10.1.b).

insolvencia. En muchas jurisdicciones son rescindibles las transacciones en las cuales un tercero tiene conocimiento de las dificultades financieras del deudor, y, en el caso de provisión de nuevos fondos, lo anterior ocurre prácticamente por definición. Por lo tanto, ese riesgo debe ser desactivado para que no se obstaculice el suministro de nueva financiación.

Muchas jurisdicciones contemplan algún tipo de subordinación para la financiación proporcionada por los socios (por ejemplo, préstamos en caso de sobreendeudamiento de la compañía).¹⁷ En tal caso, debería establecerse una excepción, al menos para los socios que hayan adquirido tal condición en virtud de una capitalización de deuda en el seno de la reestructuración. En defecto de tal excepción, es posible que los acreedores rechacen capitalizar su deuda y luego conceder financiación al deudor, por miedo a la subordinación. Otra excepción podría preverse para los socios preexistentes, aunque la misma debería sopesarse con la oportunidad de animarles para que aporten más capital, en lugar de deuda.

La segunda cuestión a tener en cuenta es que la actual regulación prudencial bancaria es susceptible de obstaculizar el suministrado de nueva financiación por parte de los bancos que ya sean acreedores. Si un banco ha categorizado una exposición frente a un concreto deudor como “de dudoso cobro”, y el deudor se somete a una reestructuración en la cual la deuda permanece en la misma entidad o grupo (y por lo tanto no puede alterarse su clasificación, según establecen los estándares de contabilidad aplicables), entonces, dado que la categorización de la deuda se basa en la persona del deudor para los clientes mayoristas, (EBA ITS 226, en relación con el artículo 178 del Reglamento (UE) n.º 575/2013 de 26 de junio, sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de inversión), la consecuencia es que cualquier exposición, incluidas las nuevas, deberían ser incluidas en la misma categorización. El estado “de dudoso cobro” cuando la exposición está sujeta a aplazamientos en el cobro, como ocurre con la deuda reestructurada, requiere un periodo de recuperación de un año (EBA ITS 231), al cual hay que sumar dos años hasta perder el estado anterior (EBA ITS 256). El suministro de nueva financiación a un deudor reestructurado que ya era cliente puede, por lo tanto, resultar muy costoso en términos de capital prudencial (véase también el Capítulo 5, par. 3.2 y las recomendaciones de política legislativa que allí se incluyen).

Recomendación de política legislativa #3.5 (*Distribución de nueva financiación*). La ley debería permitir que la nueva financiación obtenida por o prometida al deudor se distribuya al margen de la prelación de los créditos existentes.

Recomendación de política legislativa #3.6 (*Capitalizaciones de deuda*). La ley debería permitir que el plan de reestructuración contemple la conversión de deuda en capital.

Recomendación de política legislativa #3.7 (*Participaciones preferentes en el capital y deuda convertible*). La ley debería permitir que el plan de reestructuración contemple: (i) distintas clases de participaciones en el capital y (ii) que los

¹⁷ En España, por ejemplo, la nueva financiación proporcionada por los socios preexistentes se subordina conforme a las reglas generales, y la preferencia contemplada para el dinero nuevo no se aplica cuando este es suministrado por una persona especialmente relacionada (art. 84.2-11.º LC).

acreedores conviertan sus créditos en capital en un momento posterior, cuando se materialice la contingencia correspondiente prevista en el plan.

Recomendación de política legislativa #3.8 (*No subordinación de los préstamos de los acreedores que convierten su deuda en capital*). Los acreedores que capitalizan sus créditos no deberían estar afectados por cualquier norma que imponga la subordinación de los préstamos proporcionados por los socios.

Recomendación de política legislativa #3.9 (*Nueva financiación*). La ley debería eximir a la nueva financiación de las acciones de reintegración, y establecer para la misma un privilegio en el cobro que la sitúe por encima de los créditos no garantizados, siempre bajo el control judicial, cuando la nueva financiación sea necesaria para el éxito del plan. En algunas circunstancias, la ley aplicable puede contemplar para la nueva financiación un privilegio que la sitúe por encima de los acreedores garantizados, siempre y cuando estos consientan o bien el tribunal considere que los intereses de estos acreedores están debidamente protegidos. El prestamista debería quedar exento de responsabilidad cuando la nueva financiación se haya proporcionado de buena fe.

4. Problemas de valoración

En esta sección se analiza la valoración de la empresa del deudor o de sus elementos relevantes.

4.1. Objetivos e incógnitas

Valorar una empresa cuando las cosas marchan bien constituye, en general, un auténtico desafío. El reto se agudiza cuando la empresa atraviesa dificultades. En principio, el proceso de valoración debería llegar a determinar, de forma aproximada, el “valor fundamental” de la empresa, que en la mayoría de los casos es el valor descontado presente de los flujos de caja futuros.¹⁸ En la práctica, es posible que no sea así debido a una combinación de motivos *estructurales* y *estratégicos*.¹⁹

La incertidumbre estratégica surge porque la reestructuración quizá no requiera que la empresa sea expuesta a una valoración de mercado —la metodología más común—

¹⁸ Los métodos de valoración pueden ser de naturaleza patrimonial, de ingresos, financiera o mixta; pueden basarse en comparaciones (valoración de mercado) o ser específicos. En el contexto anglosajón, los métodos más frecuentes son los financieros y los basados en comparaciones. En cuanto a la valoración de empresas en crisis, véase S. GILSON, E. HOTCHKISS Y R. RUBACK, ‘Valuation of Bankrupt firms’, (2000) 13(1) *Review of Financial studies*, 43-74; S. GILSON, ‘Valuing companies in Corporate Restructuring’, Harvard Business School, 2000. Specifically for Italy see M. LACCHINI, ‘Le valutazioni del capitale nelle procedure concorsuali’, Cedam, Padua, 1998; A. DANONI, ‘Crisi d’impresa e risanamento finanziario nel sistema italiano’, Giuffrè, Milan, 2003.

¹⁹ Este análisis se basa en C. MICHAEL, R. MOKAL, ‘The Valuation of Distressed Companies’, (2005) *Int. Corp. Rescue*, 63-68 and 123-131, donde también puede contrarse una referencia de todas las fuentes.

y porque la valoración de mercado puede, de todas formas, resultar insatisfactoria. Una “venta forzosa”, que es aquella en la cual el vendedor necesita vender para poder cumplir sus nuevas obligaciones,²⁰ casi siempre implica un desequilibrio en el poder de negociación a favor del comprador. Puesto que la venta de una empresa en dificultades es, prácticamente por definición, una venta forzosa, es posible que no consiga el valor fundamental de la empresa. El problema se multiplica si se trata de una “venta de incendio”, esto es, una venta forzosa en un mercado deprimido.²¹ Aquí, las dificultades sectoriales pueden hacer que varias empresas similares sean puestas a la venta, y causar al mismo tiempo tensión en los potenciales compradores. De nuevo, una valoración de mercado infravaloraría el valor fundamental, probablemente de manera significativa. Si las partes afectadas son conscientes de estas circunstancias, es posible que se persuadan de que una venta en el mercado no redundaría en sus intereses.

La incertidumbre estratégica surge porque los intereses de los afectados se encuentran superpuestos solo parcialmente. Los acreedores *senior* tienen incentivos para valorar la empresa a la baja, puesto que ello les permite reclamar una mayor proporción de su valor post-reestructuración, mientras que los acreedores *junior* tienen incentivos para valorar la empresa al alza.²² En líneas similares, los antiguos administradores del deudor tienen incentivos para infravalorar la empresa si la misma pretende obtener más capital con el plan. Supóngase que medio millón de euros de la retribución de los administradores debe ser obtenido bajo la forma de capital. Entonces, cuanto menor sea la valoración de la empresa, mayor será la proporción de capital post-reestructuración que deberá ser distribuido a los administradores.

En este contexto, y dado que ni las partes, ni los expertos, ni el tribunal, tienen acceso al punto de vista de Dios desde el cual estas incertidumbres no suponen problema alguno, y el valor fundamental puede discernirse inequívocamente (véase el Capítulo 2, par. 1.2 y 2.2), una tarea esencial del plan de reestructuración consiste en identificar algo que se aproxime al valor fundamental de la empresa y contener una propuesta de distribución eficiente y racional de este valor entre los interesados.

4.2. Técnicas

La aceptación de los valores contables de los activos del deudor debería tomarse con mucho cuidado, ya que pueden tener muy poca relación con el valor conjunto de los activos como empresa en funcionamiento y, además, pueden ser poco realistas en el contexto de una crisis del deudor. Por el contrario, debería emplearse una o varias de las técnicas de valoración de las cuales suele hacer uso la práctica en los casos de reestructuraciones sofisticadas.

4.2.1. Método del Descuento de Flujos de Caja

²⁰ R. MOKAL, ‘Liquidity, Systemic Risk, and the Bankruptcy Treatment of Financial Contracts’, (2015) 10 Brooklyn Journal of Corporate, Financial & Commercial Law, 15, 27, con cita de A. SHLEIFER AND R. VISHNY, ‘Fire Sales in Finance and Macroeconomics’, (2001) 25 Journal of Economic Perspectives 29, 30.

²¹ R. MOKAL, *ivi*, 30, con cita de A. SHLEIFER AND R. VISHNY, *ivi*, 30.

²² Por ejemplo, supóngase que la deuda senior y junior total asciende cada una a un millón de euros. Si la empresa es valorada en un millón de euros, entonces el 100% de la misma pertenece a los acreedores senior; los acreedores junior y los socios están totalmente “bajo el agua” y no tienen derecho a retorno alguno. Sin embargo, si la empresa es valorada en dos millones de euros, los acreedores senior y junior tienen derecho cada uno al 50% de su valor post-reestructuración. Y si el plan fija el valor de la empresa por encima de los dos millones de euros, entonces los socios anteriores a la crisis tienen ipso facto derecho a una parte del valor post-reestructuración.

Este método pretende identificar de la forma más directa el valor fundamental de la empresa. Intenta estimar el valor descontado presente de todos los flujos de caja futuros. Las dos fuentes de caja que se emplean en esta metodología provienen de los flujos de caja que se espera generen los activos y operaciones del deudor, y los futuros escudos fiscales generados por los intereses que produce la deuda, calculados en su valor presente empleando una tasa de descuento. La identificación de la tasa de descuento que más conviene emplear es, a su vez, una cuestión muy debatida, y una buena práctica consiste en determinarla de forma transparente tras consultar a los interesados, lo cual no siempre resulta factible.

4.2.2. Métodos de valoración de mercado

El sistema de los múltiplos de valor de mercado (“Market Value Multiples”, MVM) se emplea para comparar los valores de sociedades cotizadas a través de una serie de ratios financieros diferentes, y así determinar si la empresa en cuestión está sobrevalorada, infravalorada y adecuadamente valorada en comparación con sus compañeras cotizadas.

Esta valoración se fundamenta en la eficiencia que se predica de los mercados de capitales para valorar el beneficio que gana una empresa de la misma manera que se valoran los beneficios de otras compañías semejantes.²³

Otro método de valoración de mercado es el de las transacciones precedentes (“Precedent Transaction Valuation”). De todos los métodos de valoración de mercado, la valoración mediante las transacciones precedentes es la más sencilla de ejecutar, porque este método atiende al valor atribuido al capital, a los activos o a la deuda en transacciones previas realizadas con otras compañías semejantes como indicador del valor que debería atribuirse al capital, a los activos o a la deuda de la empresa en cuestión. Téngase en cuenta que cada transacción es única y que en ocasiones se paga una prima para adquirir el control de una sociedad con el fin de obtener una ventaja estratégica desde el punto de vista empresarial. Al contrario, en ocasiones las sociedades se venden con descuento, lo cual puede deberse a que estén atravesando dificultades que se hayan hecho públicas, o, en términos más amplios, a la incertidumbre que puede afectar al sector o a los mercados financieros.

Guía de actuación #3.3 (Métodos de valoración). Cuando sea necesaria una valoración de la empresa, debería hacerse uso de una o varias técnicas sólidas de valoración. Los parámetros relevantes deberían elegirse de forma transparente, a ser posible tras una consulta con los afectados. También debería determinarse a la persona encargada de realizar la valoración y, en particular, si es necesaria la intervención de un experto en el caso de que la valoración provenga del lado del deudor.

5. El documento explicativo o aclaratorio

²³ Un conjunto de empresas semejantes es, normalmente, un grupo de sociedades cotizadas que compiten en el mismo sector y son de un tamaño financiero comparable en términos de capitalización de mercado o nivel de ingresos. Elegir adecuadamente al grupo de empresas semejantes cuando se realiza una valoración mediante múltiplos del valor de mercado resulta esencial de cara a la exactitud y efectividad del cálculo general.

Un plan bien redactado, propuesto en el contexto de un régimen de reestructuraciones maduro, debería tender a incluir un documento explicativo junto con el resto de documentos cuasi-contractuales que modificarían los derechos y obligaciones de las partes para que la reestructuración (comience a) surtir efectos.

El documento explicativo pretende explicar a los acreedores y demás interesados, así como, eventualmente, al tribunal, todos los aspectos de la reestructuración propuesta. Con la finalidad de permitir que todas las partes con intereses en la compañía ejerciten un juicio razonable en cuanto a determinar si la reestructuración conviene a sus intereses, el documento explicativo les proporciona información detallada, incluyendo la sustancia de lo que se propone, el proceso que condujo a la formulación de las propuestas, la manera en cual se someterán al voto de los interesados, y el procedimiento y cronograma que se proponen para la ejecución de la reestructuración, en el caso de que sea finalmente aprobada.

A continuación, se describen los elementos esenciales de un documento explicativo que cumpla el estándar anterior. El plan debería normalmente ir acompañado de copias de cualquier otro instrumento jurídico que deba ser ejecutado, de acuerdo con la ley aplicable,²⁴ para que el plan devenga efectivo.

5.1. Contexto

Aquí se incluyen las causas de la crisis del deudor, la consideración de la viabilidad de la empresa y sus expectativas a medio y largo plazo. Esta sección puede describir:

- La empresa del deudor y el modelo de negocio;
- La estructura de grupo y de propiedad:
 - Efectos sobre la sociedad matriz y las filiales;
- Motivos de la situación actual:
 - Condiciones de mercado y contexto actual;
 - Impacto sobre el grupo y efectos sobre la situación financiera (por ejemplo, grado de cumplimiento de los compromisos contractuales, capacidad para pagar o para refinanciar exitosamente el endeudamiento cuando llegue su vencimiento);
- Consecuencia: pasos necesarios que deben darse con la reestructuración para lograr liquidez y estabilizar la compañía;
- La gestión del deudor durante el proceso de reestructuración:
 - Administradores actuales;

²⁴ La ley aplicable puede establecer también que el plan sustituya inmediatamente todos o algunos de los instrumentos legales que, en otras circunstancias, serían necesarios (véase, en Alemania, la sección 254a InsO).

- Nombramiento de asesores (financieros) para la reestructuración;
- Administradores o supervisores especializados e independientes;
- Resumen detallado de la deuda (deuda pendiente, intereses, garantías);
- Conversaciones sobre la reestructuración llevadas a cabo con interesados hasta la fecha;
- Identificación de la jurisdicción (o jurisdicciones) al amparo de la cual va a producirse la reestructuración.

5.2. Consecuencias de la no ejecución de la reestructuración

Esta parte describe las consecuencias que tendría el fracaso de la ejecución del plan. Explica las obligaciones que, en defecto de una reestructuración, serían incumplidas por el deudor, así como las consecuencias —en general, la liquidación concursal— que ello tendría. El énfasis aquí tiende a ponerse en la destrucción de valor en detrimento de los acreedores como grupo, por los motivos siguientes (entre otros):

- Repercusiones potenciales sobre las relaciones y los contratos con clientes;
- Pérdida de sinergias que se generan por ser miembro de un grupo de sociedades;
- Dificultad y coste de replicar los servicios y la especialización que actualmente se proporcionan a otras sociedades del grupo;
- Pérdida potencial de valor como consecuencia de otros créditos cuyo pago puedan reclamar los demás miembros del grupo (o sus administradores concursales).

Un elemento clave es el análisis comparativo, que muestra el valor estimado que podría obtenerse de la empresa o de los activos del deudor en el caso de que el plan no se implemente. Esta comparación se realizaría, típicamente, con la situación de liquidación bajo forma de venta forzosa o incluso de incendio. Este análisis comparativo explicaría (entre otras cuestiones):

- La probabilidad de que los acreedores garantizados tomen acciones y sus consecuencias más probables;
- Los efectos que tendría para los acreedores que el deudor acabe en el escenario de comparación: normalmente, estos consistirán en menores retornos, probablemente obtenidos en un periodo de tiempo mayor, que si la reestructuración se hubiese implementado de forma exitosa;
- Cualquier estudio de mercado que se haya realizado, así como el valor de mercado y las tasas esperadas de recuperación que se hayan revelado;
- Los motivos por los cuales, en atención a todo lo anterior, la reestructuración es preferible al escenario comparativo.

5.3. Resumen del endeudamiento existente

Aquí se considera toda la información relativa a la situación financiera del deudor, y en particular:

- La deuda existente (resumen de la deuda soportada y emitida);
- Los efectos de la reestructuración sobre la deuda existente;
- Los efectos de la reestructuración sobre la distribución y la titularidad del capital;
- Resumen de las medidas de reestructuración que afectan a la deuda financiera.

5.4. Cronograma

El cronograma expone las distintas fases antes de y durante la ejecución del plan de reestructuración, incluyendo:

- Condiciones tras la aprobación del plan y consecuencias de la falta de aprobación;
- Aprobación, votación y confirmación del plan de reestructuración;
- Fecha de la solicitud;
- Fecha efectiva de la reestructuración y condiciones;
- Fecha límite, esto es, la fecha más tardía en la cual el plan puede tener efecto o, de lo contrario, será retirado y perderá vigencia;
- Acciones a tomar por parte de los acreedores que forman parte del plan de reestructuración.

5.5. Proyecciones financieras y viabilidad

El objetivo de las proyecciones financieras consiste en evaluar la capacidad para satisfacer las obligaciones financieras post-reestructuración del deudor, manteniendo además una liquidez y un capital suficientes durante un determinado periodo de tiempo. Si la ley aplicable todavía no lo exige, una confirmación formal por parte del deudor, sus administradores y/o expertos independientes, en el sentido de que la ejecución del plan de reestructuración permitirá que la sociedad o el grupo eviten la liquidación, continúen con la actividad, y estén en condiciones de cumplir con las obligaciones futuras a medida que devengan exigibles, puede contribuir a asegurar la aprobación y confirmación del plan.

Las proyecciones financieras se confeccionan sobre la base de las asunciones de la fecha en la que la reestructuración devendrá efectiva, la viabilidad post-reestructuración de la sociedad o del grupo, y operaciones sustancialmente idénticas al negocio actual, mediante la representación de proyecciones de flujos de caja y mediciones de créditos para la empresa post-reestructuración o para grupo en versión consolidada, generalmente para un periodo no superior a los diez años; ese suele ser el límite de

credibilidad de las proyecciones. Las proyecciones deberían desarrollarse sobre una base adecuadamente detallada y deberían incorporar múltiples fuentes de información. Las proyecciones también deberían incorporar asunciones relacionadas con las condiciones económicas generales, así como con las tendencias del sector y de la competencia para un periodo de previsión suficientemente largo. Estas asunciones se basan en la experiencia histórica del sector, así como en las perspectivas de mercado ofrecidas por expertos en relación con los indicadores proyectados de oferta/demanda/capacidad del sector y los rumbos previstos para mercados específicos.²⁵

El plan debería explicar en qué manera resultan creíbles las asunciones y proyecciones en las cuales se basa. Una forma de hacerlo consiste en explicar que ha sido sometido al escrutinio de expertos independientes a instancia del deudor o de un grupo de acreedores. Estos expertos revisarían las asunciones y proyecciones en las cuales se fundamenta el plan con la finalidad de determinar si son razonables y para confirmar que son coherentes con las condiciones esperadas del mercado. La revisión incluiría, entre otros, los siguientes pasos:

- Revisión y análisis de las proyecciones financieras para determinar y confirmar que las asunciones empleadas son razonables;
- La celebración de reuniones con los administradores del deudor y sus asesores para debatir las principales asunciones empleadas;
- Revisión y análisis de las asunciones empleadas, en particular los costes específicos del sector y las condiciones de mercado de la industria.

La valoración de un plan propuesto debería concluir, típicamente, que el mismo:

- Es realista y podría lograr de manera viable los objetivos del plan de reestructuración;
- Redunda en el mejor interés del deudor (o deudores);
- De implementarse, permitirá que los acreedores recuperen más de lo que recuperarían en el escenario más probable de comparación (generalmente una liquidación y/o la ejecución de las garantías por parte de los prestamistas garantizados);
- Es equitativo, en el sentido de que un afectado inteligente y honesto, que forme parte de una clase y actúe en función de los intereses de la misma, podría razonablemente votar a favor del plan.

5.6. Valoración y distribución del valor entre los acreedores

El plan debería explicar las metodologías de valoración escogidas de entre las descritas anteriormente, justificar la elección y el descarte de las alternativas, y demostrar

²⁵ Las proyecciones financieras deberían considerar diferentes asunciones, dependiendo del modelo de negocio de la compañía, entre otras, asunciones sobre ingresos, costes, elementos especiales, y gastos sobrantes, costes generales y administrativos (G&A), asunciones sobre la reestructuración, la transacción y sobre la liquidez y la deuda existentes.

por qué la ejecución del plan redundaría en el mejor interés de los acreedores y, si procede, de otros interesados.

La valoración debería realizarla un experto (normalmente un asesor financiero o una firma de auditoría), e incluir una comparación entre las tasas de recuperación para los acreedores bajo los distintos escenarios que se contemplan (por ejemplo, nuevas acciones, capitalizaciones de deuda) en cuanto al valor de la empresa en funcionamiento y a la recuperación esperada en caso de liquidación (fragmentada o unitaria), o cualquier otro escenario de comparación.

Por regla general, la valoración debería demostrar que el valor disponible para los acreedores tras la ejecución del plan de reestructuración será mayor que bajo el escenario alternativo más probable, que generalmente será una liquidación concursal.

El valor de los créditos de los acreedores (presentes o futuros, contingentes o confirmados, litigiosos o no) debería determinarse de acuerdo con su importe y su rango. Esto ayuda a las partes, y eventualmente al tribunal, para determinar si los créditos reciben tanto valor bajo el plan como el importe que podrían esperar recibir en ausencia de su ejecución.

5.7. Condiciones legales previas para la reestructuración

Con carácter general, el plan deberá cumplir determinados requisitos legales previos, que pueden incluir:

- La aprobación del plan por la(s) mayoría(s) necesaria(s) de afectados;
- La aprobación, confirmación u homologación del plan de reestructuración por parte del tribunal o autoridad competente;
- Los documentos que se han firmado en relación con la reestructuración, ya sean efectivos de acuerdo con sus propios términos o bien tengan suspendida la eficacia de acuerdo con lo contemplado en el plan.
- La firma por parte de los administradores del deudor de cualquier documento que el plan les exija;
- Los documentos organizativos de cualquier entidad relacionada que hayan tenido que modificarse como requisito del plan de reestructuración.

5.8. Acciones a adoptar por los afectados

De manera característica, el plan (si es debidamente aprobado) acarreará cambios en los derechos y obligaciones de los acreedores afectados, a menudo sin exigirles ninguna acción, aparte de participar en la votación si así lo deciden. En algunos casos, sin embargo, el plan puede exigir que algunos acreedores realicen determinadas actuaciones, como firmar acuerdos o proporcionar cierta documentación. En tal caso, el plan debe establecer la manera y el momento en el cual deben realizarse estas actuaciones.

5.9. Objeciones al plan propuesto

Un plan bien redactado es aquel que incluye, proactivamente, las objeciones que se hayan hecho al proponente en cuanto a su viabilidad, aprobación y ejecución. Debería explicar por qué las objeciones carecen de fundamento, por qué los afectados deberían ignorarlas y votar a favor del plan, y por qué el tribunal debería aprobarlo.

5.10. Fondo(s) para contingencias

Cuando sea posible que algunos créditos relevantes sean contingentes en el momento en el cual se prevé la aprobación del plan,²⁶ este puede proponer la creación de un fondo destinado a satisfacerlos si y cuando lleguen a confirmarse. El plan debería determinar los motivos por los cuales el fondo se considera adecuado para satisfacer estos créditos. También debe aclararse el destino de cualquier remanente que pueda quedar en el fondo una vez satisfechos todos los créditos relevantes.

5.11. Créditos intragrupo

Es necesario que el plan aborde el tratamiento de cualesquiera créditos relevantes que puedan existir entre el deudor y una entidad vinculada. Una manera de hacerlo consiste, por ejemplo, en prever la subordinación de estos créditos en el caso de que finalmente se apruebe el plan, su extinción total o parcial, cesión o novación.

5.12. Posición de los administradores, de los altos directivos y aspectos de gobierno corporativo

La posición de los administradores y altos directivos también es susceptible de afectar a la reestructuración, motivo por el cual es importante proporcionar transparencia al respecto.

El resumen debería incluir una descripción de los administradores y altos directivos actuales, su formación, los términos de sus contratos y posible cese, y las retribuciones que se contemplan o proponen. También debería incluirse una descripción de los distintos comités que la sociedad o el grupo ha implementado (si es el caso), por ejemplo, un comité de auditoría, un comité de honorarios y/o el nombramiento de un comité de gobierno corporativo, así como si los mismos están compuestos por administradores independientes.

El plan debería establecer si cualquier contrato entre el grupo o cualquiera de sus filiales y cualquiera de los administradores del grupo que establezca indemnizaciones en caso de su cese. El plan también debería contener y argumentar cualquier transacción vinculada, así como los intereses que puedan tener los administradores y los socios mayoritarios en relación con el plan y sus efectos.

Cuando el plan prevea la renuncia por parte de sociedad deudora a eventuales acciones contra un administrador (que cese o que permanezca), debería aclarar suficientemente la existencia actual o potencial de semejantes acciones y los motivos que justifican la renuncia. En cualquier caso, resulta en principio importante que el tribunal no rechace aprobar el plan debido a objeciones contra la renuncia, a menos que exista un riesgo real en relación con la misma u otras actuaciones indebidas en relación con la

²⁶ Esto puede incluir, dependiendo de la ley aplicable, el escenario en el cual el tribunal competente considere que el plan no cumple completamente la prueba del mejor interés de los acreedores (véase el Capítulo 6 y, para Alemania, la sección 251 par. 3 InsO).

búsqueda de la aprobación de los acreedores. Estas renunciaciones pueden constituir una parte importante del conjunto general de derechos y obligaciones que las mayorías necesarias de afectados están dispuestos a aceptar, y sería empresarialmente inapropiado e injusto que el tribunal alterase esta distribución de los costes y beneficios mediante la eliminación de uno de sus elementos. Además, los propios afectados estarán, por regla general, en una mejor posición que el tribunal para determinar el valor asociado a la renuncia como una forma de inducir al administrador a que se marche o se quede, dependiendo del caso.

5.13. Aspectos fiscales

Los aspectos fiscales son a menudo cruciales para la viabilidad y aceptación del plan.²⁷ En tanto que cuestión relacionada con la política de reestructuraciones, las quitas y otras reducciones de la deuda no deberían considerarse beneficios del deudor sujetos a tributación,²⁸ pues de lo contrario son las autoridades tributarias (más que el deudor) las beneficiarias esenciales del sacrificio realizado por los acreedores que han accedido a una reducción de la deuda, y eso a la vez les desincentiva para aceptar las quitas en primera instancia. De manera similar, los acreedores deberían recibir incentivos para acceder a una reducción de la deuda, como por ejemplo la posibilidad de considerar esas quitas como gastos deducibles.

Teniendo en cuenta el marco legal, el plan debería explicar idealmente en qué medida sus propuestas son susceptibles de afectar a la posición fiscal del deudor. También puede llamar la atención sobre las consecuencias tributarias para los afectados y animarles a obtener asesoramiento independiente.

De cara a facilitar la comprensión del plan por parte de los acreedores, es posible que también proceda ilustrar las posibles consecuencias tributarias para los acreedores, aclarando que semejante ilustración puede no aplicarse a todos los acreedores y puede variar en función de las normas aplicables.

5.14. Costes y honorarios asociados con la formulación y aprobación del plan

El plan puede informar a las partes afectadas en relación con los costes en los cuales la sociedad o el grupo han incurrido en relación con la reestructuración durante el tiempo transcurrido desde el comienzo de las negociaciones. También puede ofrecer una estimación de los costes totales y los gastos pendientes relacionados con la reestructuración hasta la fecha efectiva de la misma, con indicación de los costes incluidos

²⁷ Las empresas italianas, especialmente las pequeñas, se enfrentan a considerables obstáculos a la hora de tratar con las autoridades tributarias, que generalmente son uno de los principales acreedores de los deudores en dificultades.

Sin embargo, en relación con las negociaciones con las autoridades tributarias, los análisis cualitativos han revelado: (a) dificultades para determinar el importe de la deuda tributaria y la complejidad de las cuestiones relativas a los créditos tributarios; (b) dificultades para identificar a la contraparte con la cual negociar, dado que la competencia relativa a los créditos tributarios se encuentra generalmente fragmentada entre varias instituciones públicas; (c) incentivos demasiado débiles de los empleados de las administraciones tributarias para articular soluciones efectivas, pareciendo a menudo que estos empleados temen enfrentarse a responsabilidad personal (las autoridades fiscales pretenden demasiado a menudo maximizar el valor a corto plazo, ignorando el hecho de que son jugadores de repetición); (d) que las autoridades fiscales parecen cooperar más con las negociaciones en el caso de las grandes empresas que en el caso de las pequeñas empresas. Esta información procede de distintas entrevistas con profesionales que asisten al deudor, tanto abogados como contables.

²⁸ Véase, por ejemplo y también en relación con la (permitida) compensación de pérdidas anteriores, las nuevas normas de, entre otros, la sección 3a de la EStG (Ley alemana de ingresos tributarios) [pendiente de aprobación por la Comisión europea].

en esta estimación. Esto proporcionará transparencia a todas las partes en relación con los costes asociados con el desarrollo del plan.

5.15. Jurisdicción

El plan debería identificar el tribunal con jurisdicción sobre la reestructuración y puede también señalar los tribunales competentes para conocer de cuestiones accesorias, como por ejemplo en relación con inmuebles situados en el extranjero.

Guía de actuación #3.4 (Contenido del plan). El plan y los documentos explicativos deben incluir toda la información necesaria y estar acompañados por los documentos pertinentes, para que los afectados valoren y decidan si lo apoyan. Como mínimo, el plan debería abordar: (1) el contexto de la reestructuración; (2) las consecuencias del fracaso de la reestructuración; (3) un resumen del endeudamiento existente; (4) el cronograma del plan; (5) las proyecciones financieras y un análisis de la viabilidad; (6) la valoración y distribución del valor entre los acreedores; (7) las condiciones legales que deben cumplirse para la reestructuración; (8) las acciones a tomar por los afectados; (9) las objeciones al plan que hayan surgido durante las negociaciones; (10) las provisiones para hacer frente a contingencias; (11) el tratamiento de la deuda intragrupo; (12) un análisis de la posición de los administradores y altos directivos y de las cuestiones de gobierno corporativo de la sociedad deudora; (13) aspectos fiscales; (14) costes profesionales asociados con la formulación y aprobación del plan; (15) jurisdicción.

Recomendación de política legislativa #3.10 (Responsabilidad de los administradores y sus efectos sobre el plan). La ley o los tribunales no deberían prohibir los planes por el mero hecho de contemplar una renuncia a exigir responsabilidad de los administradores, siempre y cuando exista suficiente transparencia y no se pretenda lograr el consentimiento de los acreedores de forma inadecuada.

Recomendación de política legislativa #3.11 (Fiscalidad de la reestructuración). Las quitas y cualquier otra reducción de la deuda no deben ser consideradas un beneficio sujeto a tributación por parte del deudor. Debería permitirse que los acreedores usen las quitas como gasto deducible.

Capítulo 4

La redacción de planes de alta calidad y el rol de los profesionales*

SUMARIO: 1. Introducción. – 2. El papel esencial de los asesores. – 2.1. Cualificación profesional y experiencia. – 2.2. Posición e independencia de los asesores. – 2.3. El enfoque de los asesores. – 2.4. El problema de los costes. – 3. Las peculiaridades de los planes de reestructuración. – 3.1. Las peculiaridades de los planes de reestructuración vis-à-vis los planes ordinarios de negocio. – 3.2. La redacción de planes de reestructuración a la sombra de la revisión judicial. – 4. El plan de reestructuración. – 4.1. El plan de reestructuración: el pasado, el presente y el futuro de la empresa. – 4.2. El pasado: la explicación de las causas de la crisis y de los motivos por los cuales pueden superarse. – 4.3. El presente: la valoración de los activos y los pasivos. – 4.4. El futuro: el plan de negocio y el pago de las deudas. – 4.5. El foco en las previsiones de flujos de caja. – 5. Lidar con la incertidumbre. – 5.1. La incertidumbre como un elemento inevitable. – 5.2. El marco temporal del plan de reestructuración. – 5.3. El marco temporal del plan de reestructuración versus el marco temporal del pago a los acreedores. – 5.4. La exposición de asunciones, previsiones y proyecciones claras. – 5.4.1. La importancia de la claridad. – 5.4.2. Condiciones para el plan. – 5.5. La gestión de la incertidumbre. – 5.5.1. La descripción de las acciones que deben llevarse a cabo de acuerdo con el plan. – 5.5.2. Pruebas sobre la variación de las asunciones. – 5.6. Desviaciones del plan y mecanismos de ajuste. – 5.7. Provisiones para contingencias adversas.

1. Introducción

Reestructurar una empresa en dificultades es una tarea compleja, que suele requerir el consentimiento de muchas partes (del deudor y, dependiendo de la herramienta específica que se haya elegido, de todos o de algunos acreedores). En algunos casos, también se requiere la evaluación por parte de un experto independiente y la confirmación de un juez.¹

El deudor y el acreedor tendrán que ponerse de acuerdo en torno a dos cuestiones principales:

- (a) Cuáles son los activos y pasivos del deudor y cuál es su situación económica y financiera;
- (b) Cómo afrontar la situación de crisis en el mejor interés de las partes afectadas.

El deudor y los acreedores que consientan deben, por lo general, acordar el conjunto de acciones que deberán ejecutarse en un marco temporal preestablecido. Por ejemplo, tendrán que ponerse de acuerdo sobre la venta de algunos activos o de la empresa

* Aunque ha sido discutido en profundidad y compartido por todos los miembros del equipo de investigación Co.Di.Re., la autoría de los epígrafes 1, 2 y 3 corresponde a Andrea Zorzi, y la autoría de los epígrafes 4 y 5 corresponde a Iacopo Donati.

¹ Una destacada excepción es el procedimiento de “administration” del Reino Unido empleado con los denominados “pre-packaged plans”, que viene a ser una reestructuración con un experto externo y con confirmación judicial, pero sin que se exija ningún consentimiento por parte de los acreedores. Sobre los distintos aspectos de este tipo de reestructuración, véase el Informe Nacional sobre el Reino Unido, disponible en www.codire.eu.

(total o parcial), sobre la minoración o aplazamiento de algunas deudas, y/o sobre el suministro de nueva financiación. Todas estas acciones deben ser coordinadas y pretender la sostenibilidad posterior de la empresa.

A estos efectos, un plan de alta calidad constituye un elemento esencial. Un plan bien redactado debería:

- basarse en una correcta evaluación de la situación presente (y, por lo tanto, fundamentarse en un análisis adecuado) y

- ser realista en cuanto al futuro (y, por consiguiente, basarse en asunciones correctas y previsiones apropiadas, así como, cuando resulte de aplicación, en proyecciones).²

Además, a la hora de confeccionar un plan, debería tenerse en cuenta que el plan de reestructuración no es un plan “ordinario” de empresa:

- (a) En situaciones de crisis, la empresa y las actuaciones de los administradores están sujetas a considerables restricciones legales. El plan debe tener en cuenta estas restricciones;
- (b) El plan de reestructuración describe una serie de acciones que tienen un significado legal y un contenido preciso (por ejemplo, las quitas o esperas);
- (c) La ejecución del plan pretende afectar no solo a los socios, sino también a los acreedores y a terceros, bien directamente (por ejemplo, en caso de una suspensión de las ejecuciones individuales o de extensión de efectos a los acreedores disidentes) o indirectamente (por ejemplo, en caso de una venta autorizada de activos que dé lugar a que algunos acreedores no sean satisfechos, la irrevocabilidad de una operación o la exención de responsabilidad).

El plan será leído y examinado por varias personas con diferente formación y especialización, no todas con conocimientos en materia empresarial y financiera (acreedores no financieros, abogados, jueces). Por lo tanto, además de ser riguroso, el plan de reestructuración debe ser claro, legible e inequívoco. El plan pretende convencer a cualquier lector de que resulta adecuado para reestructurar adecuadamente la empresa,

² Una “predicción” significa información financiera prospectiva, preparada sobre la base de asunciones relativas a futuros acontecimientos que los administradores esperan que ocurran, y a las acciones que los administradores pretenden adoptar en el momento en el cual se prepara la información (asunciones estimadas); mientras que una “proyección” significa “información financiera prospectiva confeccionada sobre la base de: (a) asunciones hipotéticas sobre eventos futuros y acciones de los administradores que no necesariamente debe esperarse que ocurran (...), como cuando algunas entidades (...) están considerando un cambio sustancial en la naturaleza de las operaciones; o (b) una mezcla de asunciones estimadas y de asunciones hipotéticas” (véase el “International Standard on Assurance Engagements” ISAE 3400, “The Examination of Prospective Financial Information”). Como consecuencia de las acciones de gestión que se espera adoptar durante la ejecución del plan, los planes de reestructuración pueden contener ambos tipos de información financiera en relación con el futuro de la empresa.

y de que el deudor no pretende sencillamente posponer la ocurrencia de otras medidas más drásticas (típicamente, la liquidación concursal). Se trata de una tarea delicada.

La importancia del plan de reestructuración es relevante en varios niveles:

- la obtención del consentimiento de los acreedores;
- la obtención, cuando sea necesaria, de la opinión del experto y/o la confirmación del tribunal;
- la guía para la correcta ejecución de las actuaciones y medidas encaminadas a restaurar la viabilidad, permitiendo una monitorización adecuada y, si es necesario, la adopción de medidas correctoras;
- la capacidad para superar las dificultades, no solo durante el procedimiento de confirmación (si es el caso), sino también en caso de una revisión judicial *ex post* (por ejemplo, en caso de fracaso durante la implantación y la consiguiente liquidación concursal).

En este capítulo, se analizan las cuestiones metodológicas relacionadas con la concepción y la redacción de planes. Otras cuestiones igualmente importantes (quizá incluso más, como por ejemplo el tratamiento de categorías específicas de acreedores, la equidad, el abuso, la negociación y la confirmación de planes) se abordan en otros capítulos.

Por otra parte, en línea con el ámbito de la investigación, este capítulo se centra en los planes de reestructuración. Los planes de liquidación, en virtud de los cuales el deudor y los acreedores deciden liquidar la empresa para maximizar el valor de los activos (por ejemplo, estableciendo enajenaciones directas en lugar de subastas), juegan un papel importante en la gestión de las crisis empresariales.³ Sin embargo, estos planes plantean problemas y cuestiones diferentes, y quedan fuera de nuestro análisis (centrado en herramientas semi-formales encaminadas a rescatar empresas en dificultades pero económicamente viables).

2. El papel esencial de los asesores

2.1. Cualificación profesional y experiencia

Los deudores en dificultades deberían recurrir a asesoramiento industrial, financiero y legal adecuado. La reestructuración de una empresa en dificultades requiere llevar a cabo una evaluación profunda y rigurosa de la situación del deudor y sugerir los pasos apropiados que deben darse para asegurar el éxito del procedimiento de reestructuración; todo ello mientras, al mismo tiempo, se toman en la debida consideración todos los factores de riesgo relevantes y, hasta cierto punto, los intereses de las partes involucradas. Son necesarias una cualificación profesional y suficiente experiencia. Los datos cualitativos del estudio empírico muestran que la falta de una cualificación profesional adecuada o de suficiente experiencia puede ser un aspecto crítico en la reestructuración y pueden provocar que el deudor elija cursos de acción

³ Por ejemplo, la investigación empírica muestra que, en Italia, el acuerdo judicial con los acreedores (concordato preventivo) pretende lograr una liquidación fragmentada de la empresa en la mayoría de los casos (69% de los casos): véase un análisis de los datos de esta investigación en A. DANOVI, S. GIACOMELLI, P. RIVA, G. RODANO, 'Strumenti negoziali per la soluzione delle crisi d'impresa: il concordato preventivo, in Banca d'Italia', Questioni di Economia e Finanza, número 430, marzo de 2018. En Alemania, por el contrario, los planes liquidatorios (en relación con una liquidación fragmentada) son virtualmente inexistentes.

inadecuados o inapropiados.⁴ La investigación empírica cuantitativa obtenida en el Reino Unido muestra un impacto abrumadoramente positivo en los resultados cuando el administrador concursal que dirige el procedimiento pertenece a alguna de las principales firmas de consultoría, y es posible que un efecto similar exista en relación con otro tipo de asesores.

Empresas diferentes requieren asesoramiento profesional diferente. El perfil y la experiencia del asesor deberían ser proporcionales al tipo de reestructuración que se planea (por ejemplo, la continuación de la empresa versus la venta de la empresa en funcionamiento), las diferentes estructuras financieras, el número y la heterogeneidad de los acreedores, la existencia de cuestiones transfronterizas —en otras palabras, la complejidad del caso, también para asegurar la rentabilidad de la asistencia profesional. En algunos casos, un único asesor financiero puede ser suficiente; en otros casos, puede ser necesario contratar también a un asesor industrial y en otros supuestos puede ser conveniente contratar un director de la reestructuración (“chief restructuring officer”, CRO).⁵ Los asesores legales son casi siempre necesarios, habida cuenta de la naturaleza intrínsecamente legal de cualquier plan de reestructuración.

Antes de aceptar un caso, los asesores deberían evaluar si su competencia y experiencia son adecuadas. Resulta apropiado que los deudores exijan a los asesores una declaración por escrito que afirme que han realizado esa autoevaluación.

Los asesores también deberían tener una estructura y un personal adecuados, y solo deberían aceptar casos en la medida en que puedan ser capaces de realizar todas las tareas necesarias de una forma competente, temporánea y eficiente (el impacto positivo de la experiencia y la organización parece confirmado por los resultados antes mencionados en relación con las principales firmas de consultoría cuando son nombradas administradores concursales).

Guía de actuación #4.1 (*Cualificación profesional y experiencia de los asesores*). Es aconsejable que el deudor logre cuanto antes la imagen más clara posible de la situación de la empresa en crisis y del contexto general en el cual se pretende llevar a cabo la reestructuración. Esta imagen debería guiar la selección de asesores y ser compartida con ellos en la fase más temprana posible, con requerimiento a los asesores contratados de que declaren por escrito que tienen la experiencia y los recursos adecuados.

Recomendación de política legislativa #4.1 (*Cualificación profesional y experiencia de los asesores*). El marco legal debería garantizar que los asesores tienen la formación adecuada para los casos que asumen.

⁴ Así suele ocurrir en el caso de las pymes, como ha quedado acreditado por los datos y la información recopilada en el contexto de la investigación empírica realizada en España (véanse los hallazgos nacionales españoles en www.codire.eu). La ley alemana en vigor exige que los administradores concursales en los procedimientos formales sean personas físicas, lo cual excluye a las principales firmas de consultoría (las cuales, a diferencia de algunos despachos de abogados, no buscan siquiera el nombramiento de alguno de sus socios o empleados). Aunque asesoran a deudores y otros interesados, no existen datos que permitan una comparación de sus resultados con los de otros asesores.

⁵ Véase el Capítulo 7, par. 2.3.

2.2. Posición e independencia de los asesores

Los asesores deben ser suficientemente independientes. Mientras que es habitual que la ley exija independencia a los administradores concursales, ya sean designados por el deudor, por un tercero, o por una autoridad administrativa o judicial (véase el artículo 25 de la Propuesta de Directiva), no suele imponerse un requisito semejante para los asesores, que son contratados por los deudores y que, desde un punto de vista formal, son meros consultores del deudor.

Cuando el deudor atraviesa dificultades y pretende concebir un plan de reestructuración, sin embargo, la situación difiere del curso ordinario de los negocios. Como se ha mencionado anteriormente, el plan puede afectar, ya sea directa o indirectamente, a los acreedores y a terceros y puede implicar acciones que den lugar a responsabilidad civil o penal y a otros efectos adversos (actos rescindibles, etc.). Por lo tanto, los asesores deberían mantener una perspectiva neutra e indiferente sobre el caso, y no deberían contribuir con su reputación y experiencia a la redacción de un plan que no se realiza en el mejor interés de todas las partes implicadas.⁶ Por otra parte, dado que los deudores (y los administradores de la sociedad deudora, en particular) deberían llevar el negocio de tal forma que se protejan los intereses de los acreedores (o, al menos, que no les resulte perjudicial —véase el Considerando 36 y el Artículo 18 de la Propuesta de Directiva), los asesores no deberían auxiliar a los administradores en la adopción de cualquier acción que no esté alineada con sus tareas, con los intereses de terceros o con el interés público. Finalmente, el coste de los asesores (excepto en los infrecuentes casos en los que es sufragado por alguien distinto del deudor) lo soportan, en última instancia, los acreedores, en la medida en que los acreedores son íntegramente satisfechos.

En general, una regla de oro es que los asesores deberían poder decir “no” a una petición del deudor, y mantener esta capacidad durante todo el proceso. Esta posibilidad puede verse disminuida por varias razones.

En primer lugar, cuando los asesores seleccionados para el proceso de reestructuración son los mismos que los asesores en el curso ordinario de los negocios, su perspectiva neutra e indiferente puede verse afectada. En tal caso, además de los inevitables sesgos cognitivos, pueden ser proclives a ceder debido a la revisión de decisiones propias, a su posible participación en acciones pasadas que puedan generar responsabilidad, o por restricciones financieras (por ejemplo, para cobrar honorarios pendientes). Por otra parte, sin embargo, los consultores previos pueden contar con valiosa información interna sobre la empresa que podría perderse, o cuya obtención se produciría a muy alto coste, en caso de que los asesores cambiaran totalmente, motivo por el cual debe buscarse una solución intermedia.

En segundo lugar, la independencia podría verse afectada por vínculos personales o profesionales con personas distintas del deudor. En algunos casos, esto resultará evidente y vendrá impedido por normas legales o profesionales sobre conflictos de interés, por ejemplo, cuando existen conexiones entre los asesores y uno o varios acreedores. Pueden existir, sin embargo, vínculos más sutiles que no estén legalmente prohibidos pero que, sin embargo, supongan una amenaza para la capacidad del asesor de

⁶ En este sentido, el plan es en el mejor interés de una parte si la posición de esta parte no está peor bajo el plan de reestructuración que como estaría en caso de liquidación, ya sea fragmentada o unitaria de la empresa (véase también el artículo 2.9 de la Propuesta de Directiva). Estas cuestiones se abordan en el Capítulo 2 de este Informe.

sugerir el mejor plan de reestructuración, por ejemplo, vínculos con acreedores (cuyos efectos adversos pueden no ser neutralizados por el consentimiento conjunto del deudor y estos acreedores, puesto que dicho consentimiento no elimina el riesgo para los demás acreedores); vínculos con los administradores o altos directivos, o con los socios mayoritarios (que suponen, respectivamente, riesgos para todos los socios o para una minoría de los mismos, o, más frecuentemente, riesgo de acciones que puedan ser perjudiciales para los acreedores).

El grado de “independencia” es una cuestión que debe debatirse y que probablemente debería sopesarse en función del tipo de proceso de reestructuración. Cuando existe un examen de independencia *ex ante*, como ocurre en los procedimientos judiciales, la independencia puede no ser un problema. Cuando tal examen no existe, la independencia puede cobrar más importancia, para evitar que la reestructuración se emplee para favorecer a quienes, conforme establece la ley, no tienen derecho a un tratamiento preferente (por ejemplo, el pago íntegro, en detrimento de los demás acreedores, de un crédito personalmente garantizado por un administrador). En todos los casos, sin embargo, el requisito mínimo para lograr un plan bien redactado es que los asesores estén en la posición de llevar a cabo una evaluación independiente de la situación y una valoración de las medidas que resultan necesarias.

Los asesores no son, sin embargo, supervisores. Si el deudor, tras la evaluación de los asesores y pese a su recomendación en sentido contrario, decide intentar una reestructuración, los asesores deberían plantearse seriamente rechazar el encargo.

También debería tenerse en cuenta que, dependiendo de la ley aplicable, los asesores corren el riesgo de incurrir en responsabilidad (al igual que el deudor y sus administradores y directivos), y no cobrar sus honorarios, o bien tener que devolverlos, en caso de que se inicie un proceso concursal tras el fracaso de la reestructuración.

Guía de actuación #4.2 (Independencia de los asesores). La calidad y efectividad de un plan de reestructuración, tanto desde un punto de vista *ex ante* como desde un punto de vista *ex post*, quedan afectadas positivamente por la capacidad de los asesores de mantener una perspectiva neutra e indiferente, que les permita ser capaces de confeccionar un plan de reestructuración equitativo basado en evaluaciones precisas y en predicciones realistas. En general, resulta apropiada la contratación de profesionales que no han asesorado al deudor durante el curso ordinario de los negocios, quizá conjuntamente con asesores que sí lo hayan hecho.

2.3. El enfoque de los asesores

El papel de los asesores consiste en:

- Evaluar la situación del deudor;
- Sugerir las acciones que deben realizarse y la propuesta que debe hacerse a los acreedores.

Estas dos actividades están relacionadas, pero son distintas.

A la hora de evaluar la situación del deudor, los asesores deberían llevar a cabo una revisión de los activos y pasivos del deudor, y analizar con detenimiento las causas de la crisis. Los asesores deberían poder contar con informes y estudios preexistentes, pero bajo ningún concepto deberían remitirse ciegamente a los mismos y siempre deberían

actuar con escepticismo profesional en relación con las afirmaciones del deudor. El alcance y la profundidad de la revisión, así como el grado de confianza en los datos preexistentes o los informes de terceros, dependerán de varios factores, por ejemplo el tamaño del deudor, la completud, exactitud y confiabilidad de los informes y sistemas de control internos (existan o no avisos de alarma). En algunas áreas que típicamente resultan más críticas y tienden a sobredimensionarse en el balance (créditos pendientes de cobro, inventario), el examen debería ser más exhaustivo. Cuando los asesores se basen en datos internos y en informes preexistentes (si no guardan relación con la reestructuración), deberían declarar que confían en la corrección de esta información. Si no lo hacen, o carecen de tiempo o recursos para realizar la valoración correspondiente, también deberían dejar clara constancia de este hecho. Sin embargo, la posibilidad de evitar tal valoración debería restringirse a circunstancias excepcionales y normalmente transitorias.

De hecho, no es posible redactar un plan adecuadamente si el mismo se basa en información incorrecta o insuficiente y, ciertamente, cualquier asesor debería estar obligado a redactar un plan que no solo resulte teóricamente apropiado, sino que también sea razonablemente apto para conseguir exitosamente la reestructuración deseada. Por este motivo, los descargos de responsabilidad (“disclaimers”) que se incluyen para que los asesores no se hagan responsables de la exactitud de la información en la cual se fundamenta el plan no deberían constituir la regla general. Los asesores deberían aceptar plena responsabilidad por el plan y, especialmente, por los datos en los cuales este se basa.

Por lo que respecta al perfil de perspectivas del plan (asunciones, predicciones y proyecciones), los asesores deberían ser cautos, si no conservadores. En particular, al realizar una asunción basada en la información del deudor, los asesores deberían comprobar su plausibilidad de una forma particularmente exhaustiva.

Resulta importante aclarar que los asesores deberían ser capaces de confiar completamente en los informes redactados por expertos designados por el deudor, cuando sus conocimientos sean necesarios para complementar los de los asesores (con miras al proceso de reestructuración, por ejemplo, la valoración de activos inmobiliarios, maquinaria, existencias o materias primas, instrumentos financieros; así como opiniones legales en relación con cuestiones puntuales). Esta confianza queda, sin embargo, supeditada a la independencia y cualificación adecuada del experto (en el sentido antes especificado).

Guía de actuación #4.3 (*Revisión de datos financieros y económicos*). Los asesores deberían redactar el plan de reestructuración sobre la base de información sometida a una revisión exhaustiva por ellos mismos o por otros profesionales contratados específicamente con miras a la reestructuración de la empresa en dificultades. Los datos internos o que provengan de informes no relacionados con la reestructuración deberían ser empleados únicamente con carácter excepcional, y siempre que sean considerados precisos y que los asesores declaren expresamente que han confiado en información no verificada.

2.4. El problema de los costes

Una cuestión muy generalizada y recurrente es el coste de los asesores (así como de los administradores concursales), que tiende a ser alto, dados los conocimientos y el tiempo requeridos, así como la responsabilidad a la cual se exponen los asesores. Debido a los indiscutidos efectos de escala, estos costes pueden resultar particularmente excesivos para las pymes⁷. El asesoramiento de expertos, sin embargo, se requiere con urgencia cuando la situación del deudor se deteriora (pero antes de que devenga irremediable).

La Propuesta de Directiva se refiere a los costes únicamente en relación con los administradores concursales (artículo 27.2) y establece un principio muy general conforme al cual los honorarios deberían “regirse por normas que incentiven una resolución de los procedimientos rápida y eficiente”.

Un principio semejante debería ser también de aplicación a los acuerdos relativos a los honorarios de los asesores. Estos acuerdos deberían redactarse de forma tal que, al menos hasta cierto punto, los honorarios estén vinculados al éxito del plan. Sin embargo, deberían incluirse muchas advertencias⁸. También debería tenerse en cuenta que la evidencia empírica recabada en diferentes jurisdicciones muestra que la retribución de los asesores no resulta, en promedio, desproporcionada, y es de menor cuantía que la correspondiente a los administradores concursales nombrados por el juzgado (por ejemplo, en Italia).

En primer lugar, existe un riesgo de selección adversa de asesores si el sistema de retribución basada en el éxito se lleva demasiado lejos. Los asesores de primer nivel no aceptarán un pago desproporcionadamente vinculado al éxito del plan, ya que, por las razones que sean, las dudas concernientes a la posibilidad real de alcanzar un plan a menudo son considerables y los asesores se negarán, comprensiblemente, a soportar un riesgo (o parte de él) que no pueden en absoluto controlar. Los asesores cualificados podrían, por lo tanto, ser disuadidos de contribuir al salvamento de empresas viables si se les ofrecen semejantes términos de retribución.

En segundo lugar, a la hora de optar por unos honorarios basados en el éxito, es necesario asegurarse de que unos incentivos demasiado fuertes para sacar el plan adelante no terminen favoreciendo los intereses de partes que no merecen un tratamiento preferente en detrimento de otros acreedores o interesados. La cuestión aquí consiste en definir correctamente en qué consiste el “éxito” y cómo medirlo. Idealmente, los honorarios deberían ir vinculados al éxito en el sentido de que, al final de su curso previsto, el plan ha sido correctamente implementado. Por supuesto, no es posible aplazar el pago de los honorarios hasta que el plan esté completamente implementado (véase *infra*, par. 5.2, en relación con la duración del plan): por lo tanto, será necesario alcanzar

⁷ En Italia, los costes de la reestructuración derivados de expertos y asesores son generalmente considerados altos y pueden resultar particularmente gravosos para las pymes y micropymes. Las principales explicaciones pueden ser dos: (a) la complejidad del Derecho de la insolvencia, junto a las reiteradas reformas legislativas, requiere especialización, formación continua y experiencia; (b) solo un reducido número de profesionales están especializados en reestructuraciones, a pesar de la creciente demanda de este tipo de servicios profesionales.

⁸ En Italia, las evidencias reunidas con la investigación cualitativa (principalmente, entrevistas a jueces) han puesto de manifiesto que los profesionales no ejercen demasiada presión para filtrar los casos malos entre los candidatos a la reestructuración. La explicación que se proporciona es que la remuneración de estos profesionales va en función del tiempo dedicado al caso (y no de su éxito).

el pertinente equilibrio entre las necesidades opuestas en torno al momento del pago y los incentivos adecuados.

En tercer lugar, en algunos casos puede ser necesario contratar asesores para determinar si la empresa es o no viable y, en términos más generales, si es posible confeccionar un plan realizable. En tales casos, no es apropiado que la retribución esté basada en el éxito.

Recomendación de política legislativa #4.2 (Coste de los asesores). La ley debería garantizar que los honorarios de los asesores son razonables y que su configuración, en general, vincula la retribución con el éxito del plan. Es necesario establecer excepciones a los honorarios basados en el éxito para el asesoramiento relacionado con el análisis preliminar del caso.

3. Las peculiaridades de los planes de reestructuración

3.1. Las peculiaridades de los planes de reestructuración vis-à-vis los planes ordinarios de negocio

Podemos asumir que quien redacte el plan, a la hora de evaluar la empresa del deudor y sus expectativas de recuperación, empleará las mejores prácticas de los informes de diligencia debida (“due diligence”) y de los planes financieros y de negocio, con particular enfoque en los planes que conciernen a empresas en crisis (véase también par. 4.1). Estas mejores prácticas no serán objeto de examen aquí.⁹ En su lugar, aquí nos centraremos en:

- (a) las peculiaridades relacionadas al hecho de que el plan se refiere a una empresa en dificultades;
- (b) la especificidad del hecho de que el plan debe diseñarse para poder ser objeto de revisión judicial, ya sea *ex ante* (cuando sea necesaria la confirmación de un tribunal) o *ex post*.

En relación con la primera cuestión, el plan debe prestar suficiente atención a una serie de elementos esenciales que siempre deberían estar presentes pero que, de acuerdo con los resultados de la investigación empírica, en ocasiones se pasan por alto o no se abordan adecuadamente. Una atención especial, por ejemplo, debería prestarse a las predicciones de flujos de caja, a los créditos contingentes y al impacto de acontecimientos futuros e inciertos (véase más abajo, par. 6).¹⁰

⁹ Véase, por ejemplo, para un excelente conjunto de indicaciones, CONSIGLIO NAZIONALE DEI DOTTORI COMMERCIALISTI ED ESPERTI CONTABILI (Consejo Nacional de Asesores de Empresas y Expertos Contables), ‘Principi per la redazione dei piani di risanamento’, septiembre de 2017.

¹⁰ De acuerdo con la Propuesta de Directiva (art. 8), un plan de reestructuración sometido a confirmación por una autoridad judicial (o administrativa) debe contener información sobre el “valor actual del deudor o de su empresa, así como una declaración razonada relativa a las causas y al alcance de las dificultades financieras del deudor”, sobre la identidad de los acreedores afectados y no afectados, sobre la duración propuesta para el plan, sobre cualquier propuesta en virtud de la cual los créditos se sometan a quitas o esperas, o sean convertidos en otro tipo de instrumento, y sobre cualquier nueva financiación que forme parte del plan.

Además, el plan debe incluir “una opinión o declaración razonada por parte de la persona responsable de proponer el plan de reestructuración, que explique por qué la empresa es viable, por qué la ejecución del plan propuesto probablemente permitirá que el deudor evite la insolvencia y restaure su viabilidad a largo plazo, y que exponga cualquier condición previa necesaria para su éxito”.

Respecto a la segunda cuestión, a diferencia de los planes de negocio “ordinarios”, que pueden dar lugar a pérdidas reputacionales (y raramente a responsabilidad) para los administradores en el caso de que se revelen como poco realistas, los planes de reestructuración afectan directamente a los acreedores y otros interesados. Si estos planes no son ejecutados, es muy probable que surjan disputas y, posiblemente, que se inicie un procedimiento concursal en el cual se revisará todo lo llevado a cabo (a menudo, con sesgo retrospectivo). Incluso antes de la ejecución, los acreedores que no tienen fe en el plan de reestructuración intentarán oponerse al mismo, ya sea votando en contra o, cuando sea posible, impugnándolo ante el tribunal durante el proceso de confirmación.

Para evitar dudas, este capítulo trata de los planes de reestructuración redactados cuando la empresa, si bien no es insolvente, ha alcanzado un cierto nivel de dificultades. Los planes de reestructuración “internos”, es decir, aquellos que simplemente pretenden recuperar (o incrementar) la rentabilidad de una empresa sin afectar a los acreedores, pertenecen, a los efectos que aquí importan, a la categoría de planes de negocio “ordinarios”.

3.2. La redacción de planes de reestructuración a la sombra de la revisión judicial

Por las razones expuestas anteriormente, el plan debe redactarse de forma tal que el tribunal pueda entenderlo, no con miras a cuestionar los hallazgos de los expertos empresariales, sino para revisar su completud, exactitud y consistencia interna. En particular, dependiendo de la ley aplicable, el tribunal tiene alguna o varias de las siguientes facultades:

- (a) denegar la confirmación de un plan de reestructuración, en el caso de que, tras una revisión *prima facie*, dicho plan no tenga posibilidades de prevenir la insolvencia del deudor y de asegurar la viabilidad a largo plazo de la empresa (véase, en el mismo sentido, el art. 8.3 de la Propuesta de Directiva, que impone la atribución de esta facultad);
- (b) supervisar la adecuada ejecución de un plan de reestructuración, así como autorizar, si el caso lo requiere, desviaciones respecto del mismo, así como la adopción de acciones rectificativas si son necesarias;
- (c) si se solicita, evaluar los efectos de la ejecución de un plan de reestructuración fracasado con el trasfondo de la información disponible para las partes implicadas. De hecho, los actos encaminados a ejecutar un plan de reestructuración son normalmente irrevocables (véase también los artículos 16 y 17.4 de la Propuesta de Directiva),¹¹ pero, por un lado, pueden existir excepciones para los actos realizados “fraudulentamente o de mala fe” o con negligencia grave y, por otro lado, semejantes actos pueden dar lugar a responsabilidad de carácter personal (civil, penal y administrativa).

El último perfil resulta particularmente crítico, puesto que la posibilidad de ser enjuiciado *ex post* tiene poderosos efectos *ex ante*, y puede desanimar a personas honestas a formar parte de rescates empresariales. Por este motivo, es aconsejable que la ley

¹¹ Una provisión similar está presente en el Derecho italiano (arts. 67 par. 3(d) y (e) Legge fallimentare) y en la Ley Concursal española (arts. 71 bis y disposición adicional 4.ª LC). En Alemania, solo las transacciones en efectivo (*Bargeschäfte*, sección 142 InsO) están relativamente bien protegidas frente a las acciones rescisorias. Sin embargo, algunos intentos de reestructuración de buena fe y prometedores pueden al menos proporcionar una defensa frente a la rescisión de largo alcance en caso de perjuicio doloso (*vorsätzliche Benachteiligung*, sec. 133).

aplicable establezca claras excepciones también en materia de responsabilidad civil, penal y administrativa para todas las personas involucradas en un intento de reestructuración y que actúen de buena fe.¹²

Puede argumentarse que, puesto que la irrevocabilidad de un acto se debe a los efectos beneficiosos que tiene sobre los acreedores, el mismo acto no debería ser susceptible de dar lugar a acciones de responsabilidad. La afirmación anterior es razonable, pero no puede considerarse válida para todos los Estados miembros. De ahí la importancia de un plan bien redactado, que protegerá frente a las oposiciones y a las acusaciones de este tipo.

Para facilitar la revisión judicial, el plan debería ser *claro*, también mediante la extracción de conclusiones breves de análisis económicos y financieros necesariamente complejos, *inequívoco*, mediante el empleo de la terminología jurídica apropiada, y si es posible *conciso*, si es necesario mediante la remisión generosa a anexos.

La investigación empírica de naturaleza cualitativa ha mostrado que, en algunos casos, los jueces consideran que los planes están mal redactados y fundamentados en afirmaciones ambiguas o acompañados de extensas declaraciones de limitación de responsabilidad.¹³ Los planes confusos o ambiguos dificultan que el juez lleve a cabo su revisión y generan sospechas entre los lectores, lo cual puede conducir a que todo el intento de reestructuración sea percibido negativamente.

Guía de actuación #4.4 (Concentración en la revisión judicial). El plan de reestructuración debería redactarse con miras a facilitar la revisión judicial *ex ante* y *ex post*. Por lo tanto, el plan debería ser, en la medida de lo posible, claro, inequívoco y conciso.

4. El contenido del plan de reestructuración

4.1. El plan de reestructuración: el pasado, el presente y el futuro de la empresa

A pesar de ser un único documento, un plan de reestructuración adecuadamente confeccionado está compuesto por una parte organizativa y por una parte financiera. La primera se refiere más bien a la empresa, e ilustra cómo se pretende eliminar las causas de la crisis y restaurar la rentabilidad. La segunda concierne a la posición financiera de la compañía, e ilustra cómo se pretende reducir la carga de la deuda hasta llevarla a un nivel sostenible, esto es, a un nivel que el deudor puede mantener con el curso ordinario de los negocios (es decir, cuando los flujos de caja que se generen con las operaciones, una vez descontadas las inversiones de mantenimiento y los impuestos, permiten pagar la deuda).¹⁴

¹² Con esta finalidad, mientras que la Propuesta de Directiva exige abiertamente de “responsabilidad civil, penal y administrativa” a los suministradores de nueva financiación y de financiación provisional (art. 16.3), no concede la misma exención para:

- (a) El deudor que recibe la financiación nueva y provisional;
- (b) Las personas que llevan a cabo “cualquier transacción, pago, conversión de deuda en capital, garantías o avales encaminados a ejecutar un plan de reestructuración confirmado por una autoridad judicial o administrativa o estrechamente conectados con esa ejecución”: estos actos únicamente están protegidos frente a acciones de reintegración (art. 17.4).

¹³ Véase, por ejemplo, la investigación empírica italiana, disponible en www.codire.eu.

¹⁴ Véase, por ejemplo, CONSIGLIO NAZIONALE DEI DOTTORI COMMERCIALISTI ED ESPERTI CONTABILI (Consejo Nacional de Asesores de Empresas y Expertos Contables), ‘Principi per la redazione dei piani di risanamento’, cit., par. 2.2.5.

El plan de reestructuración debería incluir un resumen y una descripción sintética de las principales acciones que deben ejecutarse conforme a la estrategia escogida en el plan. Su objetivo consiste en convertir objetivos estratégicos en acciones específicas, lo que facilita la evaluación de la consistencia entre objetivos, estrategias y acciones. Este resumen, a menudo rubricado como “Plan de acción”, debería describir las acciones proyectadas y su impacto en la organización, las personas o unidades responsables de cada acción, los recursos necesarios y el cronograma.¹⁵

En plan, en su conjunto, debe lidiar con tres grupos distintos de cuestiones:

- por qué la empresa atraviesa actualmente dificultades y por qué puede ser reestructurada;
- cuál es exactamente la situación actual de los activos y pasivos;
- cómo funcionará la empresa en el futuro y cómo (y en qué medida) serán satisfechos los acreedores.

Cada grupo de cuestiones plantea retos singulares, que será analizados en los subepígrafes que siguen. Se dedicará especial atención, en un epígrafe separado, al tercer grupo de cuestiones, particularmente al problema de la incertidumbre.

Guía de actuación #4.5 (Resumen y descripción de las principales acciones). El plan de reestructuración debería incluir un resumen y una descripción sintética de las principales acciones que deben ejecutarse conforme a la estrategia escogida en el plan.

4.2. El pasado: la explicación de las causas de la crisis y de los motivos por los cuales pueden superarse

El plan de reestructuración pretende convencer a terceros de que la empresa, a pesar de su actual crisis, debería continuar.

Por lo tanto, un plan de reestructuración correctamente redactado debe lidiar con las causas de la crisis (al respecto, véase el artículo 8 de la Propuesta de Directiva, que establece que un plan de reestructuración debe contener “una declaración razonada de las causas y del alcance de las dificultades financieras del deudor”). ¿Por qué terminó la empresa en la situación actual? ¿Se debió a una circunstancia empresarial normal, aunque adversa (por ejemplo, si todas las empresas del sector pueden verse afectadas), o fue más bien mala suerte (factores adversos que afectaron específicamente a la empresa), la incompetencia de los administradores (claros errores de mercado) o, lo que es peor, fraude?

La transparencia en las causas de la crisis es un requisito que va más allá de las consecuencias inmediatas para las expectativas del plan de reestructuración.¹⁶ Los

¹⁵ Véase CONSIGLIO NAZIONALE DEI DOTTORI COMMERCIALISTI ED ESPERTI CONTABILI, cit., Sec. 8. Un diagrama de Gantt puede ser una herramienta útil.

¹⁶ Asumimos que la ley de los Estados miembros no prohíbe a las compañías afectadas por la negligencia o el fraude de sus administradores acceder a los instrumentos de reestructuración aplicables. El destino de los administradores y el destino de la sociedad pueden estar perfectamente separados. En Italia, en los procedimientos formales de insolvencia debe existir total transparencia en cuanto a las posibles causas que generen responsabilidad para los administradores, de forma que la prueba del mejor interés de los acreedores pueda tener en cuenta también las posibles indemnizaciones por daños que los administradores sean condenados a abonar. En España, el informe de la administración concursal debe incluir una opinión

acreedores, en efecto, pueden ser perfectamente racionales a la hora de prestar su consentimiento al plan de reestructuración de una sociedad cuyos administradores han sido manifiestamente incompetentes o incluso deshonestos, pero necesitarán saberlo, para tomar una decisión empresarial informada. Pueden decidir que aceptar el plan es la mejor opción para recuperar su dinero, pero probablemente quieran saber si los administradores han sido cesados y, en su caso, si se les ha reclamado la reparación del daño.

La exposición de las causas de la crisis permite al deudor explicar por qué el futuro (aunque probablemente todavía difícil) parece más prometedor que el pasado. El plan de reestructuración debe por lo tanto explicar (a los acreedores y, si procede, al juez) las acciones que marcan una clara discontinuidad con el pasado y que son una condición previa para su éxito.

Guía de actuación #4.6 (*Transparencia en las causas de la crisis*). El plan de reestructuración debería identificar las causas específicas que han conducido a la crisis de la empresa, con el objetivo de (i) facilitar que los acreedores valoren si el plan lidia adecuadamente con estas causas y previene que aparezcan de nuevo, y (ii) permitir que los acreedores tomen una decisión informada sobre la propuesta.

4.3. El presente: la valoración de los activos y los pasivos

Ningún plan puede realizar proyecciones válidas de futuro sin evaluar su propia base. Una evaluación completa de la información relativa a la empresa es el paso preliminar para cualquier valoración de la efectividad del plan de cara a la solución de la crisis.

El plan de reestructuración debe, en consecuencia, dedicar atención específica a la confiabilidad de los datos iniciales en los cuales se basa, tanto en el lado del activo como en el lado del pasivo. Esta es una de las áreas en la cual los asesores pueden contribuir de forma significativa a la calidad general del plan de reestructuración.

Algunas observaciones son necesarias:

- (a) Los activos deben ser valorados de acuerdo con la estructura específica del plan. En este sentido, el valor contable (especialmente si se basa en el precio histórico) ya no es, por sí mismo, un indicador del valor del activo. El valor de un activo depende de cuál sea su destino al amparo del plan: si va a ser liquidado (por ejemplo, en el caso de los activos no estratégicos), entonces su valor será el de liquidación; si por el contrario se prevé su permanencia como parte de la empresa en funcionamiento, su valor será una parte del valor de la empresa en su conjunto.

sobre las causas de la insolvencia. Por otra parte, cuando se abre la fase de liquidación concursal o se aprueba un convenio especialmente gravoso para los acreedores, el juez y el administrador concursal deberán pronunciarse sobre la posible responsabilidad e inhabilitación de los administradores. Sin embargo, no existe como tal un cálculo previo de las cantidades que los administradores podrían ser obligados a indemnizar. Debe recordarse que el procedimiento formal de insolvencia español no incluye una prueba del mejor interés de los acreedores. En Alemania, conforme a la sección 156(1) InsO, el informe del administrador concursal a los acreedores debe contener una declaración relativa a las causas de la insolvencia. El administrador concursal debe evaluar y ejercitar las acciones correspondientes contra los administradores.

- (b) Los pasivos deben valorarse por su valor nominal, incluso si estaban siendo negociados en el mercado a un valor inferior debido a la crisis del deudor;¹⁷
- (c) Los intereses que se generarán en el futuro y el importe del principal deben valorarse de acuerdo con la ley aplicable (por ejemplo, la ley puede prever o no la suspensión del devengo de intereses, y la ley o el contrato pueden establecer o no el vencimiento anticipado de los pagos pendientes);
- (d) Los créditos contingentes deben ser contabilizados correctamente, con establecimiento de los recursos necesarios para el caso de que devengan créditos actuales (véase también el par. 6).

Una revisión completa durante el proceso de redacción del plan, llevada a cabo de acuerdo con los principios de contabilidad generalmente aceptados, sería lo ideal. Especialmente en el caso de grandes empresas, sin embargo, es imposible evaluar toda la información de la empresa en un plazo razonable y sin incurrir en costes excesivos. Por lo tanto, en estos casos, como se ha mencionado anteriormente, el plan puede basarse en los datos recabados por el sistema de información interno, siempre y cuando:

- (a) No existan “banderas rojas” que puedan suscitar dudas sobre la corrección y confiabilidad del sistema de información;
- (b) Se hayan comprobado los principales elementos, especialmente los del capital de trabajo (dependiendo de la importancia de los flujos de caja esperados).

El plan puede complementarse con estimaciones, valoraciones y opiniones de sujetos cualificados, que pueden considerarse necesarias dependiendo de las circunstancias.

4.4. El futuro: el plan de negocio y el pago de las deudas

Como antes se ha señalado, el plan de reestructuración es un proyecto para el futuro, en dos direcciones:

- (1) Establece una serie de acciones coordinadas cuya finalidad es solucionar la crisis, y proyecta los flujos de caja resultantes;
- (2) Distribuye estos flujos de caja entre los acreedores, para cada uno de los cuales (o para cada clase de los cuales) debe contemplar un tratamiento específico (calendario de pagos para el principal y los intereses, quitas, conversión en otro tipo de obligaciones o en capital). El plan debe permitir cierta flexibilidad en la satisfacción de los acreedores (en términos de tiempo y/o importe), para permitir un cierto grado de incertidumbre.

Una parte esencial del plan de reestructuración se refiere al valor de la empresa en dificultades. Si el valor de los activos es mayor si su venta se produce de forma fragmentada (esto es, separadamente y no de manera unitaria), entonces la empresa no solo tiene problemas financieros, sino también *económicos*. En tal caso, cuanto antes cese

¹⁷ Un valor de cotización de los pasivos de la empresa más bajo, aunque generalmente no será relevante de cara a la reestructuración, puede representar una oportunidad para que la empresa fortalezca su situación económica mediante la compra (si la ley aplicable lo permite) de sus propios pasivos en el mercado a un precio inferior que el valor nominal relevante (normalmente denominado como “ejercicio de gestión de pasivos”), lo cual, en última instancia, generará un dinero como caído del cielo. Aparte de esta situación, en la cual los pasivos efectivamente se extinguen, la empresa no puede beneficiarse de una caída en el valor de cotización de sus pasivos, que deberán contabilizarse (y gestionarse en el plan) por su valor nominal.

la actividad de la empresa y se vendan los activos, mejores resultados obtendrán los acreedores.¹⁸

Sin embargo, si el valor de los activos es mayor si todos o algunos de ellos se mantienen unidos y se emplean en mantener la empresa en marcha, en lugar de enajenados de forma separada, entonces la empresa tiene dificultades financieras, pero es económicamente viable, y tiene un excedente por mantenerse en funcionamiento.¹⁹ En este caso, lo que más interesa a los acreedores es que se preserve el valor de la empresa permitiéndole continuar su actividad. Este valor puede transferirse a los acreedores ya sea mediante la venta de la empresa en funcionamiento (que reportará más que una liquidación fragmentada), ya sea dando a los acreedores parte de los flujos de caja futuros generados por la continuación directa del negocio, bien pagando (total o parcialmente, y de formas distintas) la deuda preexistente una vez recuperada la viabilidad de la empresa, o bien asignando a los acreedores una participación en el capital de la sociedad reestructurada.²⁰

El plan de reestructuración debe, por lo tanto, establecer de forma clara y creíble los motivos por los cuales los activos valen más en conjunto que vendidos separadamente. Debe, en otras palabras, explicar por qué la reestructuración constituye una solución mejor para los acreedores que la liquidación concursal. Articular las razones por las cuales la empresa se considera económicamente viable es importante tanto para conceder a los acreedores elementos para que valoren el plan, como de cara a la revisión judicial del mismo.

Guía de actuación #4.7 (La evaluación y la determinación de la viabilidad económica de la empresa en crisis). La viabilidad económica de la empresa en dificultades debe ser correctamente determinada por los asesores que redacten el plan. Resulta aconsejable que el plan explicité la valoración positiva de la viabilidad económica de la empresa para así permitir que los acreedores (y, en su caso, el juez) evalúen informadamente el plan.

4.5. El foco en las previsiones de flujos de caja

La viabilidad de la reestructuración e, incluso antes, la posibilidad de un proceso de negociación descansa en la capacidad del deudor para pagar sus deudas a medida que devienen exigibles. En defecto de lo anterior, los acreedores probablemente inicien ejecuciones singulares, insten el vencimiento anticipado y/o soliciten la declaración de concurso. En algunas jurisdicciones, además, el deudor tiene el deber de pedir la declaración de concurso en caso de iliquidez.

Las dificultades financieras implican, por definición, que el deudor no es capaz de pagar sus obligaciones a medida que devienen exigibles. Existen varios mecanismos para lidiar con este problema (principalmente, la suspensión y prohibición de inicio de las acciones ejecutivas por parte de los acreedores y la financiación nueva y provisional,

¹⁸ Consideramos aquí a los acreedores como un grupo coherente, cuyos intereses están alineados. De hecho, sabemos que los acreedores cuyos créditos están totalmente bajo el agua siempre tienen interés en prolongar el momento del reconocimiento, para mantener con vida el valor opcional de sus créditos.

¹⁹ M. CRYSTAL, R.J. MOKAL, 'The Valuation of Distressed Companies. A Conceptual Framework', (2006) 3 International Corporate Rescue, eds. 2 y 3.

²⁰ Véase también el par. 5.2, que critica la Propuesta de Directiva por optar por limitar el alcance de la herramienta de reestructuración allí contemplada a las "ventas de activos o partes de la empresa", excluyendo así la venta de la empresa en su conjunto.

véase también el par. 5.2). Un plan de reestructuración de alta calidad presta singular atención a los flujos de caja y a cómo planea la empresa mantener un equilibrio financiero durante todo el proceso (confirmación judicial, si procede, y ejecución).

Deben realizarse previsiones detalladas de flujos de caja e incluirse en el plan de reestructuración. El intervalo elegido (semanal, mensual, trimestral) depende de la naturaleza y tamaño de la empresa, e idealmente debería ser más corto al principio (cuando la fragilidad de la empresa es mayor) e ir haciéndose más largo a medida que avance el cronograma del plan. Estos intervalos deben ser suficientemente cortos para mostrar la viabilidad del proceso y para permitir la monitorización casi instantánea de la evolución de la posición financiera de la empresa.

Debería tenerse en cuenta que la escasez de liquidez constituye, de acuerdo con la evidencia empírica cualitativa reunida en nuestra investigación, el primer detonante de las reestructuraciones, lo cual muestra la falta de planificación de flujos de caja en situaciones “ordinarias”. Las proyecciones de flujos de caja en las reestructuraciones son todavía más críticas si se tiene en cuenta la frecuente incapacidad de las empresas, sobre todo las pymes y micropymes, para planificar adecuadamente la cuestión.

Guía de actuación #4.8 (*La preparación de correctas predicciones de flujos de caja*).

El éxito de un plan de reestructuración puede peligrar por predicciones incorrectas de flujos de caja que, al poner a la empresa rescatada en una posición en la cual es incapaz de pagar sus obligaciones a medida que devienen exigibles, a menudo conduce a la liquidación concursal de la empresa. Por lo tanto, el plan debería incluir predicciones correctas de flujos de caja, que deberían ser abundantemente ilustradas en el plan de reestructuración para así permitir que los acreedores (y, si procede, el juez) evalúen informadamente el plan.

5. Lidiar con la incertidumbre

5.1. La incertidumbre como un elemento inevitable

Un plan de reestructuración es, en esencia, un conjunto articulado de acciones y medidas cuya futura ejecución se prevé y que pretenden solucionar las dificultades de una empresa. Como en cualquier planificación, el ámbito temporal tenido en consideración afecta a la calidad y confiabilidad del plan: cuando más duración tenga el plan, mayores serán las probabilidades de que existan obstáculos para su ejecución y/o de que los efectos de esta ejecución sean distintos de los esperados. Sin embargo, como más adelante se detalla, la incertidumbre es intrínseca a los planes de reestructuración y debe ser adecuadamente tratada.

La naturaleza de esta incertidumbre está relacionada con la circunstancia de que cualquier plan exige que una o varias acciones sean ejecutadas en el futuro (próximo o lejano). Por lo tanto, incluso el plan de reestructuración más exacto y completo no puede proporcionar certidumbre en torno a las circunstancias siguientes:

- (i) que todas las acciones y medidas previstas en el plan serán implementadas de acuerdo con el calendario, y
- (ii) que el plan, si se implementa, permitirá efectivamente la completa recuperación de la empresa.

Existen innumerables factores que pueden surgir e interferir con lo previsto por el plan. Algunos factores son impredecibles y escapan al control de los implicados en la crisis de la empresa (por ejemplo, la evolución del mercado relevante, los cambios en el marco legal que afecta a la empresa, etc.). Muy a menudo, las desviaciones de las predicciones y proyecciones realizadas en el plan dependen de una percepción imperfecta o incompleta de la situación de la empresa y/o del contexto relevante. Efectivamente, muchas desviaciones tienen su origen en los límites de la capacidad humana para predecir el futuro o para comprender totalmente el presente (por ejemplo, un colapso repentino del mercado inmobiliario cuando el plan de reestructuración se basa en una razonable asunción *ex ante* de que la venta de algunas propiedades generará un cierto importe de dinero).

Para idear un plan eficaz y de alta calidad, la incertidumbre psicológica asociada con la reestructuración de la empresa debería reducirse en la medida de lo posible y, lo que es más importante, ser adecuadamente gestionada.

Por supuesto, un plan de reestructuración que tenga muy pocas probabilidades de éxito no debería permitirse (más bien no debería permitirse en aquello que directa o indirectamente afecte a quienes no han consentido el plan). Al contrario, un plan que comporte unos elementos de incertidumbre bien definidos, por mucho que sean significativos, puede, a pesar de ello, ser un plan de calidad, si afronta estos elementos de forma adecuada y efectiva.

Particularmente, en esta perspectiva, el plan debería reconocer la incertidumbre que siempre va asociada a la reestructuración de una empresa y, en consecuencia, ser redactado:

- 1) Estableciendo claramente las asunciones fundamentales en las cuales se fundamenta, identificando para cada una de ellas los factores susceptibles de interferir con su ocurrencia y cuantificando el riesgo relevante de que estas asunciones eventualmente no se cumplan, también mediante tests de estrés diseñados cuidadosamente (véase más abajo, subpar. 5.5.2);
- 2) Escogiendo una estructura que facilite la supervisión por las partes relevantes (esto es, por los acreedores, socios) y/o por un tribunal (por ejemplo, mediante el establecimiento de fases o hitos cuyo cumplimiento ayude a evaluar el desarrollo del plan durante su ejecución);
- 3) Proveyendo mecanismos de ajuste, ya sean automáticos o sometidos al consentimiento de los acreedores, que permitan al plan cumplir su propósito principal (es decir, rescatar la empresa), incluso si una o varias de las asunciones no se cumplen.

Los párrafos que siguen abordan la estructura y el contenido que parecen óptimos de cara a gestionar la incertidumbre de forma apropiada y efectiva. Sin embargo, antes de analizar las herramientas más comunes para minimizar y gestionar la incertidumbre asociada a los planes de reestructuración, conviene centrarnos en el marco temporal que tienen en cuenta estos planes y, en este sentido, distinguir tres niveles diferentes.

5.2. El marco temporal del plan de reestructuración

El proceso de reestructurar una empresa puede, idealmente, dividirse en tres partes, cuya finalidad y duración pueden diferir significativamente.

En primer lugar, durante la fase de negociación (y, si procede, de confirmación), debe mantenerse el equilibrio financiero de la empresa. De lo contrario, el valor de los activos puede disminuir rápidamente, debido a la imposibilidad de gobernar la compañía ordenadamente y/o a las agresiones por parte de los acreedores. Este equilibrio debe lograrse bien mediante la suspensión y prohibición de inicio de ejecuciones singulares por los acreedores (ya sea automática u ordenada por el tribunal, según establezca la ley aplicable), o a través de financiación provisional destinada a mantener viva a la empresa mientras se negocia la mejor solución.²¹ La Propuesta de Directiva facilita esta tarea, tanto permitiendo una breve interrupción de las acciones de ejecución individuales (art. 6) como protegiendo la financiación provisional (art. 16). Resulta necesario dedicar una atención particular a esta cuestión, dado que la insolvencia de flujos de caja durante las negociaciones puede hacer que todo el esfuerzo por reestructurar sea inútil.²² Por lo tanto, las obligaciones nacidas durante la fase de negociación deben ser satisfechas a medida que devengan exigibles.²³

En segundo lugar, un plan de reestructuración aprobado (y, si procede, confirmado) debe restaurar rápidamente el equilibrio financiero de la empresa. El plan debería contemplar acciones y medidas que aseguren que, mientras que las obligaciones preexistentes pueden someterse a quitas o esperas, los créditos que surjan tras la conclusión del plan deben ser satisfechos inmediatamente a su vencimiento. Con este propósito, el plan debería establecer expresamente cómo se lograrán los flujos de caja previstos (por ejemplo, mediante la obtención de nueva financiación que permita a la empresa ganar suficiente tiempo para ejecutar el plan de negocio que incrementará los ingresos o reducirá los costes).²⁴

²¹ La financiación provisional se define como “los fondos a corto plazo que son necesarios para que el deudor cubra los gastos administrativos tras el inicio de un procedimiento de reestructuración o insolvencia, hasta que se produzca o bien la ejecución del plan de reestructuración, o bien la venta unitaria y en funcionamiento de la empresa del deudor”: B. WESSELS, S. MADAUS, ‘Instrument of the European Law Institute. Rescue of Business in Insolvency Law’, (2017) p. 58.

²² Por ejemplo, la ley aplicable puede establecer la obligación de presentar la solicitud en caso de insolvencia de flujos de caja: véase el artículo 7 de la Propuesta de Directiva: “1. Si la obligación del deudor de solicitar el inicio del procedimiento de insolvencia en virtud del Derecho nacional tiene lugar durante el periodo de la suspensión de las acciones de ejecución individuales, dicha obligación se interrumpirá durante la suspensión. [...] 3. Los Estados miembros podrán establecer excepciones al apartado 1 cuando el deudor carezca de liquidez y, por consiguiente, sea incapaz de hacer frente al pago de sus deudas al vencimiento de éstas durante el periodo de suspensión [...]”.

²³ Una cuestión controvertida es la de los “vendedores cruciales”, esto es, los proveedores y demás contrapartes del deudor que no cumplirán sus obligaciones a menos que se les satisfagan también las deudas preexistentes. La Propuesta de Directiva no afronta directamente esta cuestión, pero deja cierta flexibilidad a los Estados miembros: véase el artículo 7.4, que afirma “Los Estados miembros velarán por que, durante el periodo de suspensión, los acreedores a los que se aplica la suspensión no puedan dejar en suspenso su propia prestación o rescindir, acelerar o, de cualquier otra manera, modificar los contratos pendientes de ejecución en perjuicio del deudor por las deudas que se originaron antes de la suspensión. Los Estados miembros podrán limitar la aplicación de esta disposición a los contratos esenciales necesarios para proseguir la actividad cotidiana de la empresa”.

²⁴ La formulación de un plan que permita (casi) inmediatamente restaurar el equilibrio financiero debería ser posible para cualquier empresa viable, si asumimos que (i) los prestamistas son completamente racionales y libres a la hora de negociar el tipo de interés, y no existen asimetrías informativas; y (ii) los proveedores pueden acordar un plazo más largo para los pagos. En efecto, la investigación empírica realizada muestra que este no es el caso. Además, el sistema normativo italiano no permite la libre negociación de tipos de interés en los contratos financieros a partir de cierto umbral, lo cual no permite a los deudores en dificultades obtener financiación a un precio que refleje su riesgo real.

En tercer lugar, un plan de reestructuración necesita, por lo general, establecer un conjunto de acciones y medidas encaminadas a remediar las circunstancias que han causado la crisis (particularmente, aquellas que son internas de la empresa, como por ejemplo el desarrollo de líneas de negocio no rentables). Esta parte de los planes de reestructuración puede implementarse a más largo plazo que la parte anterior, y pretende, en última instancia, restaurar el valor económico y financiero a largo plazo (por ejemplo, permitiendo a la empresa generar suficientes ingresos como para satisfacer las obligaciones preexistentes al plan y cuyo vencimiento ha sido aplazado).

Las acciones y medidas que caen dentro de lo que hemos denominado como la “tercera fase” de un plan de reestructuración son más lejanas en el tiempo y, por lo tanto, están expuestas a un mayor nivel de riesgo de interferencia por parte de factores imprevistos. Esta interferencia puede hacer que las acciones y medidas previstas en el plan no puedan ejecutarse o que resulten inadecuadas para producir los efectos deseados.

Por todo lo anterior, los planes que establecen un marco temporal más breve para la ejecución son los que más probabilidades tienen de implementarse completamente y de conducir a los resultados deseados (por ejemplo, en términos de tasa de recuperación). Sin embargo, debería considerarse que la mayor duración de un plan de reestructuración está intuitivamente asociada con mayores probabilidades de rescatar el negocio. Un plan con un horizonte temporal más corto puede no siempre ser factible (por ejemplo, es posible que no haya un comprador para la empresa disponible), o puede no ofrecer suficiente seguridad en torno a su capacidad para salvar la empresa en dificultades (por ejemplo, si se basa en inversiones altamente especulativas que, en caso de un probable fracaso, empeorarían la situación de insolvencia).

El punto medio entre, por un lado, un horizonte a largo plazo que ofrezca mayores oportunidades para salvar la empresa y, por otro lado, los límites obvios a la posibilidad de prever correctamente tendencias a largo plazo, requiere hallar el equilibrio adecuado. Las indicaciones provenientes de prácticas profesionales asentadas sugieren que un plan de reestructuración no debería contemplar un marco temporal de ejecución superior a 3/5 años.²⁵ Este marco temporal es el periodo normalmente necesario para restaurar una empresa, como comúnmente reconocen sólidas prácticas de la industria, y permitiría conservar un grado razonable de confiabilidad en relación con las predicciones y proyecciones del plan.

Un plan de reestructuración con un horizonte temporal mayor también sería posible, si bien su calidad se vería negativamente afectada. Sin embargo, existen ciertas medidas que pueden tomarse para reducir el deterioro que resulta de una fase de ejecución muy larga. Nos remitimos a tal efecto a los mecanismos de ajuste descritos en el par. 6.2 infra.

²⁵ Véase por ejemplo los resultados de la parte cualitativa de la investigación empírica italiana, publicada en www.codire.eu. La implementación de un cronograma en el plan de reestructuración no debería confundirse con el intervalo temporal para el pago a los acreedores: en España, por ejemplo, los planes (tanto judiciales como extrajudiciales) suelen incluir esperas que pueden llegar a los 10 años. Esto no supone un problema para las partes entrevistadas: al contrario, los acreedores de repetición como los financieros parecen preferir claramente los planes de mayor duración, siempre y cuando conlleven menores quitas. La situación puede cambiar como consecuencia de las nuevas reglas en materia de provisionamiento y clasificación de exposiciones dudosas, que se analizan extensamente en el Capítulo 5, par. 3.

Al contrario, por las mismas razones que las expuestas anteriormente, un plan de reestructuración basado en la venta de la empresa en funcionamiento a un tercero puede a menudo ser una solución efectiva. En ese caso, cuando la identidad del comprador consta en el plan, este se implementa de forma casi instantánea, lo cual reduce significativamente la incertidumbre (la cual, de todos modos, todavía existe ya que, por ejemplo, la venta podría ser inválida y/o rescindida en caso de que el comprador devenga insolvente y sea posteriormente liquidado).

A la vista de las anteriores consideraciones, la Propuesta de Directiva suscita críticas en relación con la elección de limitar el alcance de esta herramienta de reestructuración a “ventas de activos o partes de la empresa”. El análisis empírico llevado a cabo evidencia que la reestructuración basada en la venta de totalidad de la empresa es habitual en varias jurisdicciones (por ejemplo, en Italia, Reino Unido, España y, con limitaciones, Alemania)²⁶ y se ha revelado, en algunos casos, como una respuesta efectiva a las crisis empresariales.²⁷ Además, la investigación no ha identificado ningún motivo que justifique (definitivamente) prohibir que la reestructuración de una empresa en dificultades se lleve a cabo mediante la venta unitaria de la empresa en funcionamiento.

Guía de actuación #4.9 (Marco temporal del plan). El plan de reestructuración debería pretender rescatar la empresa en crisis a través de un conjunto de acciones y medidas cuya adopción debería producirse en un periodo temporal que no supere los 3/5 años. A menos que lo justifiquen circunstancias específicas, un periodo de ejecución más largo no resulta recomendable, debido al riesgo de ocurrencia de acontecimientos imprevisibles.

5.3. El marco temporal del plan de reestructuración *versus* el marco temporal del pago a los acreedores

Por otra parte, es importante aclarar que el marco temporal máximo que se recomienda para la ejecución de un plan de reestructuración no incluye el pago de todas las obligaciones que existían cuando el plan fue redactado, como se ha mencionado anteriormente (par. 5.2). Dos consideraciones son necesarias.

En primer lugar, la reestructuración no pretende pagar todas las deudas, sino reducirlas hasta llevarlas a un nivel sostenible (ver *supra*, par. 4.1). Ninguna empresa está libre de deudas, y un cierto nivel de endeudamiento resulta fisiológico y eficiente. Dicho esto, debe tenerse en cuenta que la experiencia empírica muestra que, para lograr el consentimiento de los acreedores sobre el plan de reestructuración, las empresas en dificultades casi siempre reducen el apalancamiento demasiado poco, y quedan con una

²⁶ Bajo la ley alemana, los contratos y las licencias no pueden transmitirse si el consentimiento de la contraparte ni siquiera en los procedimientos formales de insolvencia.

²⁷ Para Italia, véase A. DANOVI, S. GIACOMELLI, P. RIVA, G. RODANO, ‘Strumenti negoziali per la soluzione delle crisi d’impresa: il concordato preventivo, in Banca d’Italia’, *Questioni di Economia e Finanza*, n.º 430, marzo de 2018. España ofrece un escenario diferente y de alguna manera más complejo. Las ventas de empresas en funcionamiento funcionan bien dentro de los procedimientos formales de insolvencia, donde se han introducido normas especiales para facilitar este tipo de transacciones (por ejemplo, la transmisión automática de contratos y licencias). La venta de unidades productivas en funcionamiento es una posibilidad en los procedimientos extrajudiciales, pero no lo es la venta de la empresa en su totalidad. Un resultado semejante puede alcanzarse mediante una capitalización de créditos, y ello ocurre con relativa frecuencia.

excesiva carga de deuda una vez la reestructuración se completa (al menos formalmente).²⁸

En segundo lugar, incluso el pago de la deuda sobrante bien puede producirse una vez transcurrido el periodo de 3/5 años sugerido, una vez que todas las medidas “extraordinarias” (como la venta de activos, la transferencia o racionalización de líneas de negocio, la realización de expedientes de regulación de empleo, etc.) ya se hayan llevado a cabo y que los efectos correctores relevantes hayan tenido lugar. En otras palabras, las deudas de la empresa pueden perfectamente ser satisfechas conforme al calendario originario, o según los aplazamientos previstos en plan, más allá del plazo de 3/5 años, sin que ello afecte negativamente al plan de reestructuración.

En este sentido, sin embargo, debería prestarse singular atención al caso en el cual la empresa debe satisfacer una deuda relevante en un pago único (los denominados, “pagos bala” o “bullet payments”), en una fecha posterior al periodo sugerido de ejecución (esta deuda puede provenir de una nueva financiación suministrada en el contexto de la reestructuración o corresponder a créditos que ya existían en el momento de la reestructuración). Esta circunstancia debe ser adecuadamente tratada en el plan de reestructuración, para garantizar que el deudor ha recuperado la capacidad de hacer frente (o de refinanciar) la “bala” a su vencimiento, y que el plan no se limita a disimular el hecho de que la carga de deuda no se ha reducido hasta un nivel sostenible.²⁹

²⁸ Para Italia, la investigación empírica sobre soluciones contractuales a la crisis (*accordi di ristrutturazione dei debiti*) muestra que en los dos años siguientes a su conclusión un alto porcentaje de empresas o bien atraviesa una nueva reestructuración, o bien solicita un concordato preventivo. La situación es similar en España, donde un tercio de los acuerdos de refinanciación suceden a una reestructuración anterior (es el caso, por ejemplo, de Abengoa). En caso de refinanciaciones consecutivas, el lapso temporal entre una refinanciación y la otra es aproximadamente de dos años. Téngase en cuenta que las cifras pueden, en realidad, ser mayores: no ha sido posible capturar todos los acuerdos de refinanciación (puramente contractuales, colectivos u homologados) que tuvieron lugar antes de la homologación de otro. Puesto que, por definición, estos acuerdos no necesitan intervención judicial, la obtención de los datos ha resultado ser extremadamente difícil. En cuanto al contenido de los acuerdos de refinanciación sucesivos, suelen ser revisiones de las obligaciones financieras (para facilitar su cumplimiento por parte de los deudores) y revisiones de las condiciones de pago (periodos de carencia, nuevos tipos de interés, etc.).

Incluso teniendo en cuenta la falta de instrumentos de preinsolvencia, la situación parece ligeramente distinta en Alemania. La investigación empírica muestra que ocurre que, pocos años tras un *Insolvenzplan*, se produzca un segundo procedimiento de insolvencia (que normalmente acaba en liquidación). No existen estadísticas confiables sobre la frecuencia con que esto ocurre, pero no debería afectar (ni siquiera remotamente) a la mayoría de los casos. En cuanto a la sostenibilidad de los acuerdos extrajudiciales, los expertos admiten que son frecuentes las renegociaciones (quizá no tan frecuentemente como en Italia). Sin embargo, todavía se considera que la mayoría de los acuerdos son más o menos sostenibles.

²⁹ En efecto, aunque una espera de larga duración sobre las obligaciones de importe significativo mejora la capacidad del plan para restaurar un equilibrio financiero adecuado para la empresa (que se beneficia de un flujo de caja reducido a corto plazo), supone una amenaza considerable a la eficacia a largo plazo del plan. La empresa debe encontrar un volumen adecuado de recursos para satisfacer debidamente los créditos cuando estos vencen, y esto puede suponer un reto. En particular, la empresa necesita o bien conseguir nueva financiación de un banco, o bien ser capaz de acumular, durante los años de ejecución del plan, suficientes recursos para satisfacer las obligaciones. Si la empresa no es capaz de lograr cualquiera de estos resultados, el plan de reestructuración únicamente esconde, durante un determinado número de años, una crisis que, de hecho, no ha sido solucionada, sino meramente pospuesta. Por lo tanto, con la finalidad de reducir el elemento de incertidumbre antes descrito, el plan de reestructuración debería describir claramente de qué manera pretende el deudor obtener los recursos necesarios para satisfacer esas obligaciones intensamente pospuestas (por ejemplo, mediante la venta de uno o varios activos importantes, reservando los beneficios derivados de la continuación del negocio, etc.). Si el plan contempla la satisfacción de las obligaciones pospuestas a largo plazo mediante su refinanciación al vencimiento (ya sea en todo o en parte),

La evidencia empírica muestra que es habitual para las empresas llevar a cabo sucesivas rondas de reestructuraciones, a menudo con empleo de herramientas más “invasivas” en la segunda o tercera ronda. Una posible explicación es que las medidas del primer intento resultaban insuficientes, tanto desde el punto de vista de los activos como desde el punto de vista de los pasivos (aplazamientos inadecuados, esperas en lugar de quitas, quitas insuficientes, etc.). Debería ponerse especial atención a la hora de determinar cuál es el nivel de deuda “sostenible”.

Guía de actuación #4.10 (*Reducción del endeudamiento a un nivel sostenible*). El plan de reestructuración debería reflejar el nivel de deuda que el deudor puede afrontar en el curso ordinario de sus negocios y cómo se alcanzará tal nivel. Debería prestarse especial atención a los planes en los cuales una parte significativa de la deuda se somete a un mero aplazamiento y debe ser satisfecha en un determinado momento posterior.

5.4. La exposición de asunciones, previsiones y proyecciones claras

5.4.1. La importancia de la claridad

Como se ha mencionado anteriormente, todos los planes de reestructuración están destinados a ser leídos, examinados y evaluados por varias personas: acreedores, terceros, el administrador concursal y el juez. Por lo tanto, debería ponerse especial cuidado a la hora de hacer que el plan resulte comprensible para personas con formación y experiencia diferentes, así como que sus afirmaciones (de hechos y de hipótesis) sean fácilmente comprobables.

Un lector formado debería ser capaz de entender y comprobar las afirmaciones con relativa facilidad, y también debería estar en condiciones de requerir a los asesores (o a cualquier experto encargado de comprobar los aspectos técnicos del plan) para que evalúen el impacto que la variación de uno o varios elementos del plan tendrían sobre los hipotéticos escenarios.

Como también se ha mencionado anteriormente, los asesores deberían cargar con la responsabilidad correspondiente al plan también como una cuestión de hechos concretos y no solo como un ejercicio teórico. Los descargos de responsabilidad sobre aspectos fácticos deberían limitarse y su alcance nunca debería permitir que los asesores eviten esta responsabilidad.

5.4.2. Condiciones para el plan

La viabilidad del plan de reestructuración a menudo queda determinada por eventos futuros e inciertos, que pueden hacer que el plan resulte viable o, por el contrario, reducir su viabilidad. Cuando existan condiciones previas que necesariamente deben darse para el éxito del plan (por ejemplo, el consentimiento de los acreedores x, y, z o el consentimiento de un determinado porcentaje de acreedores), debería afirmarse claramente. La ocurrencia de semejantes condiciones previas debería ser fácilmente constatable, de forma que los lectores del plan puedan comprender si el plan es eficaz y está listo para ser implementado, o si por el contrario no es así.

el plan de reestructuración debería contener un análisis de la probabilidad real de lograr esa refinanciación, a la vista de las expectativas de confianza que generará la empresa cuando llegue el vencimiento.

Téngase en cuenta que, a la hora de formular una condición previa para el éxito del plan, existen dos opciones posibles, cuyas estructuras y consecuencias son totalmente diferentes.

La primera situación tiene lugar cuando se considera que es más probable la ocurrencia de un evento relevante, si bien incierto, que su no ocurrencia, y por lo tanto constituye una parte integral del plan (por ejemplo, la venta de un activo no estratégico a un precio no inferior a X en el plazo de 12 meses).³⁰ En este caso, el plan puede ser implementado inmediatamente, pero debe dejar claro que la no ocurrencia de ese evento podrá en peligro (en los términos que se describan) la posterior ejecución del plan, de forma que los llamados a evaluar el plan puedan tomar una decisión empresarial informada sobre si aceptar/confirmar el plan o no.

La segunda situación ocurre, en cambio, cuando el plan *no* afirma que un evento clave para el plan tiene altas probabilidades de ocurrir (por ejemplo, la condición de que se ejecute un acuerdo con los bancos en las siguientes 4 semanas y sustancialmente en los términos descritos en el plan). En este caso, el plan no puede ser implementado hasta que se produzca el evento condicionante, y únicamente devendrá viable si este se produce, y cuando lo haga.

Si el asesor ha optado por la segunda opción y el plan está sometido a la valoración de un experto o a la confirmación por parte de un juez, la condición debe cumplirse antes de que (o en el momento en el cual) el experto o el juez emitan su decisión, porque en tanto no se cumpla la condición no existe un plan eficaz como tal. Además, el plan únicamente puede considerarse eficaz cuando se cumpla la condición (por ejemplo, a los efectos de protección frente a acciones rescisorias al amparo del art. 17.4 de la Propuesta de Directiva).

Guía de actuación #4.11 (*Distinción entre condiciones para el éxito del plan y condiciones previas para su implantación*). El plan de reestructuración debería distinguir claramente entre los eventos que, si bien están sujetos a incertidumbre, se consideran más susceptibles de ocurrir que de no hacerlo, y que por lo tanto no impiden que el plan se implemente, y los eventos son auténticas condiciones suspensivas que deben ocurrir para que el plan devenga eficaz.

5.5. La gestión de la incertidumbre

³⁰ La probabilidad de ocurrencia del evento relevante es una cuestión muy importante y sujeta a debate. Un ejemplo clarificará el problema.

El éxito de un plan de reestructuración de un fabricante de porcelana muy famoso y antiguo en crisis, Richard Ginori, dependía (también) de los ingresos extraordinarios derivados de la posibilidad de extinguir las deudas tributarias a través de la transmisión de un museo corporativo de valor histórico reconocido al Estado italiano, una posibilidad expresamente permitida por la ley. El experto que certificó la viabilidad del plan declaró que, por el momento, no se había alcanzado acuerdo alguno, pero que aun cuando “no podía descartarse que el Ministerio de Finanzas denegase la posibilidad de la transmisión, los elementos de seriedad y concreción surgidos hasta entonces hacían que tal denegación pudiese considerarse algo remoto”. El Tribunal de Florencia se negó a iniciar el proceso de reestructuración, alegando que “el tribunal y los acreedores deben confiar en elementos ciertos y sobre los cuales puedan evaluar la satisfacción de sus créditos con buenos motivos” (Tribunal de Florencia, 7 de enero de 2013). Exigir certeza, o casi certeza, sobre futuros eventos que determinan el éxito del plan, sin embargo, priva al deudor y a los acreedores de la posibilidad de reestructurar exitosamente la compañía, objetivo que valdrá la pena perseguir si el plan, aunque susceptible de fracasar, es suficientemente serio, esto es, si es más probable la ocurrencia que la no ocurrencia del evento determinante. Por eso resulta preferible la posición expresada en el texto.

El plan se proyecta sobre el futuro y está sujeto a una incertidumbre inevitable. Sin embargo, algunas medidas pueden ayudar a minimizar el impacto de esta incertidumbre del plan: tests de estrés, sistemas de monitorización, mecanismos de ajuste y provisiones. En primer lugar, sin embargo, debe tomarse en cuenta la necesidad de describir las acciones que deben tomarse al amparo del plan.

5.5.1. La descripción de las acciones que deben llevarse a cabo de acuerdo con el plan

En algunas jurisdicciones, y pronto en toda la Unión Europea por una cuestión de principio (véanse los artículos 16 y especialmente el 17 de la Propuesta de Directiva), los planes de reestructuración pueden implicar exenciones de las acciones de reintegración y de responsabilidad (también penal).

Es por lo tanto importante que se describan los principales actos y transacciones que van a llevarse a cabo con terceros al amparo del plan (por ejemplo, la venta de uno o varios activos, nueva financiación, nuevas garantías, etc.). Esta exigencia es más estricta que la mera buena práctica de contar con un resumen de las principales acciones (Plan de Acción: véase supra, par. 4.1), dado que los terceros pueden tener que contratar con el deudor con la confianza de que la transacción en la cual están participando es irrevocable y no puede dar lugar a responsabilidad.

En caso de fracaso del plan (y de que el deudor se vea abocado a la liquidación concursal), una descripción detallada de los actos y transacciones que implementan el plan facilitaría que los interesados defiendan el plan o sus efectos mediante la prueba de que existe una estrecha conexión entre el plan y el acto en cuestión, el pago, la garantía o la transacción llevada a cabo como parte de la ejecución del plan en una revisión *ex post*, en las cuales el sesgo retrospectivo es lo habitual.

De una manera ciertamente intuitiva, el nivel de detalle en la descripción de cada transacción debería ser proporcional a la importancia que la misma tiene para el éxito del plan.

Guía de actuación #4.12 (Descripción de los actos que deben ejecutarse al amparo del plan). El plan debería describir de forma detallada los actos que deben realizarse bajo el mismo. El nivel de detalle debería ser proporcional a la importancia del acto que debe llevarse a cabo.

5.5.2. Pruebas sobre la variación de las asunciones

Como se ha mencionado anteriormente, por cuestiones metodológicas y de estilo el plan debería redactarse de forma que permita a cualquier lector comprobar la validez de las asunciones y medir el impacto de cualquier variación.

Este aspecto también es muy relevante desde el punto de vista del contenido del plan. Para minimizar el impacto de la inevitable incertidumbre sobre el futuro, el plan debería considerar diferentes escenarios. Los asesores deberían realizar tests de estrés sobre, al menos, las principales asunciones y previsiones del plan, para determinar si, y en qué medida, los resultados indicados en el plan permanecen estables cuando se alteran las variables. La contemplación expresa de tests de estrés en el plan demostrará en qué medida las hipótesis son sensibles a las variaciones y, *ex ante*, puede conducir a incrementar la solidez del plan al animar la inclusión de mecanismos de ajuste.

Los planes en los cuales se han llevado a cabo tests de estrés tienden a ser más sólidos; incluso si el hipotético evento de estrés no llega a producirse, la experiencia muestra que otros sucesos imprevistos pueden ocurrir, y un plan sólido es capaz de soportar eventos no previstos mejor que un plan que no tenga en cuenta posibles sucesos negativos.

La solidez se incrementa con la inclusión en el plan de mecanismos de ajuste y, especialmente, con provisiones adecuadas (véase infra).

Guía de actuación #4.13 (*Asunciones y el efecto de sus alteraciones*). Para que los terceros puedan comprobar y valorar la solidez del plan, este debería establecer claramente las asunciones en las cuales se basa, e incluir tests de estrés que describan los efectos de sus variaciones.

5.6. Desviaciones del plan y mecanismos de ajuste

El plan es el punto de comienzo del proceso de reestructuración, y por lo tanto requiere una ejecución y supervisión constante (véase el Capítulo 7). La ejecución de un plan de reestructuración puede afrontar problemas imprevistos y, en todos los casos, las provisiones pueden no cumplirse.

Cuando existe una desviación significativa entre las provisiones y la realidad, el plan no puede seguir implementándose como originariamente se había previsto, y el deudor debería tomar las acciones adecuadas para remediar los problemas que hayan surgido. La desviación debería considerarse significativa cuando las hipótesis incluidas en el plan como hitos ya no pueden ejecutarse, o bien solo puedan ejecutarse bajo condiciones que, desde un punto de vista financiero o temporal, difieran de las asumidas en el plan.

El cumplimiento de estos hitos a través de medios distintos de los previstos en el plan (por ejemplo, mediante la venta de un activo que el originariamente previsto) no debería considerarse una ejecución del plan; en realidad, entonces el plan en su totalidad no podrá implementarse, o al menos no podrá ejecutarse como originariamente se había previsto. Los posibles efectos protectores del plan (véase por ejemplo el art. 17 de la Propuesta de Directiva) no serían aplicables. El deudor tendrá que modificar el plan a la luz de las nuevas circunstancias. Como antes se ha señalado, el deudor debería tener en cuenta los eventos que realmente han ocurrido, y no aquellos inicialmente previstos, ya que el nuevo plan no debería fundamentarse en las mismas asunciones que impidieron su ejecución.

Para evitar que el plan devenga irrealizable, el propio plan podría incluir mecanismos internos de ajuste o soluciones alternativas. Por ejemplo, el plan seguirá siendo viable cuando establezca que, si la transacción A (por ejemplo, la venta de un activo por un precio superior a X) no puede producirse, se ejecutará la opción B (por ejemplo, la imposición de quitas superiores, que ya habrán sido aceptadas por los acreedores para el caso de que un determinado evento tenga lugar). De esta manera, el plan se autoajusta.

Los compromisos que suelen alcanzarse con los acreedores financieros pueden considerarse ejemplos de hitos incluidos en el plan. El cumplimiento de estos compromisos, especialmente cuando incluyen ratios o índices, puede, por lo tanto, ser empleado como una herramienta indirecta para evaluar la ejecución del plan: el

incumplimiento del compromiso puede considerarse como una desviación respecto del plan, mientras que la renuncia de los acreedores a ordenar el cumplimiento coactivo puede servir, de hecho, como un mecanismo de ajuste.

Guía de actuación #4.14 (*Desviaciones entre las previsiones y la realidad*). Cuando se produzca una desviación significativa entre las previsiones y la realidad, el plan no puede seguir implementándose como originariamente se había previsto, y sus efectos protectores no pueden extenderse sobre los actos posteriores. Todos los actos ejecutados antes de la desviación no se verán perjudicados.

5.7. Provisiones para contingencias adversas

Las provisiones pueden considerarse un peculiar mecanismo de autoajuste: si el evento A no ocurre, la falta de cobertura financiera que ello genere puede solucionarse con las provisiones adecuadas, sin necesidad de modificar el plan.

Los buenos planes deberían, en la medida de lo posible, contemplar las provisiones adecuadas. Las provisiones deben ser razonables: si son demasiado pequeñas, no otorgan al plan un grado apreciable de protección. Si son excesivas, sustraen recursos a los acreedores actuales sin que ello esté (totalmente) justificado por la necesidad de protegerse ante eventuales efectos negativos.

Las provisiones también deberían realizarse para los acreedores disidentes que se opongan al plan, para los acreedores contingentes, para los acreedores conocidos pero en paradero desconocido y, si procede, para los acreedores desconocidos pero previsibles (véase el Capítulo 3, par. [...]). Los planes deberían contemplar mecanismos para que los recursos vinculados a las provisiones sean adecuadamente distribuidos una vez que el evento contingente no se produzca, para así evitar la creación oportunista de provisiones excesivas por parte de los deudores. En los casos complejos y en algunos sectores, puede ser necesario recurrir a análisis actuariales para evaluar los riesgos de surgimiento de futuras obligaciones.

Guía de actuación #4.15 (*Provisiones para contingencias adversas*). El plan debería incluir provisiones para contingencias adversas, incluyendo vías alternativas para alcanzar los objetivos de la reestructuración.

Capítulo 5

La negociación de los planes*

SUMARIO: 1. Las negociaciones y la suspensión de las ejecuciones de los acreedores. – 1.1. La negociación de planes de reestructuración: la necesidad de buenas prácticas. – 1.2. Negociaciones y suspensión de las ejecuciones de los acreedores. – 1.3. Negociaciones y protección de las transacciones conectadas a las mismas. – 1.4. Negociaciones y financiación provisional. – 2. Información y cooperación. – 2.1. La necesidad de un “pack informativo” completo. – 2.2. Transparencia y buena fe. – 2.3. ¿Cooperación por parte de los acreedores? – 3. La negociación con los bancos y los agentes de crédito. – 3.1. El especial papel de los bancos en las reestructuraciones societarias. – 3.2. Restricciones legales a la reestructuración y requisitos prudenciales de provisionamiento de préstamos de dudoso cobro. – 3.2.1. Un marco prudencial parcialmente inconsistente con la “cultura del rescate”. – 3.2.3. El largo camino hacia la pérdida de la clasificación como exposiciones de dudoso cobro. – 3.2.4. Un posible camino abreviado. – 3.2.5. El largo camino hacia la pérdida de la clasificación como crédito reestructurado. – 3.2.6. Los efectos disuasorios que las reglas de provisionamiento tienen sobre la participación de los bancos en las reestructuraciones. – 3.2.7. Conclusión: la necesidad de empezar las negociaciones de forma temprana. – 3.2.8. Los bancos como socios importantes en la reestructuración y la cuestionable presión para vender los préstamos de dudoso cobro que puedan ser exitosamente reestructurados. Recomendaciones de política legislativa. – 3.3. La gestión de la coordinación y los problemas de disidencia en la negociación con los bancos. – 3.4. La negociación con los administradores de créditos. – 4. La negociación con otros tipos de acreedores. – 4.1. Diversificación de los incentivos y preferencias de los acreedores. – 4.2. La negociación con los trabajadores. – 4.3. La negociación con las autoridades tributarias. – 5. El papel de los agentes externos: mediadores y profesionales independientes. – 5.1. Facilitar la negociación mediante agentes externos. – 5.2. El mediador. – 6. Consentimiento. – 6.1. Pasividad en las negociaciones. – 6.2. Consecuencias de la apatía racional de los acreedores durante las negociaciones. – 6.3. Medidas para gestionar la pasividad en las negociaciones. – 6.4. Medidas específicas para instrumentos de reestructuración que buscan (o permiten) obligar a los acreedores disidentes.

1. Las negociaciones y la suspensión de las ejecuciones de los acreedores

1.1. La negociación de planes de reestructuración: la necesidad de buenas prácticas

El plan de reestructuración pretende que los acreedores (o algunos de ellos) realicen concesiones, con la finalidad de que su satisfacción sea mayor que en los escenarios alternativos disponibles (normalmente la liquidación concursal de la compañía). Por lo tanto, el deudor debe convencerles de que aceptar el plan redundará en su mejor interés como grupo, y también en el mejor interés de cada acreedor

* Aunque ha sido discutido en profundidad y compartido por todos los miembros del equipo de investigación Co.Di.Re., la autoría del epígrafe 1 corresponde a Lorenzo Stanghellini, la del epígrafe 2 a Andrea Zorzi, la del epígrafe 3 a Monica Marcucci y Cristiano Martínez, la del epígrafe 4 a Alessandro Danovi y Patrizia Riva, la del epígrafe 5 a Paola Lucarelli e Ilaria Forestieri, y el epígrafe 6 ha sido redactado por Iacopo Donati.

individualmente considerado. Se trata de una tarea difícil, dado que implica verificar y compartir información compleja sobre la situación presente, y ponerse de acuerdo en la probabilidad de escenarios futuros.

Las negociaciones son necesarias siempre que el plan deba ser aprobado a través del consentimiento. Ningún acreedor sensible aceptaría un plan sin ser adecuadamente informado ni, posiblemente, sin haber negociado una propuesta alternativa, o la modificación de una o varias propuestas que, desde el punto de vista del acreedor, puedan generar un mejor resultado.

Sin embargo, las negociaciones con algunos acreedores (normalmente, los acreedores principales) son habituales también en los procedimientos en los cuales la aceptación o el rechazo de un plan de reestructuración se realiza mediante una votación que también vincule a los acreedores disidentes. En tales procedimientos, suele ser el deudor quien formula la propuesta, la cual debe cumplir los estándares de transparencia aplicables (establecidos por la ley y ejecutados por los tribunales), y los afectados votan esa propuesta.¹ A pesar de que con una organización semejante no es necesario contemplar una negociación antes de la votación, muy a menudo el plan que se somete a votación es el resultado de un proceso en el cual se modificó una propuesta inicial para obtener el voto favorable de la mayoría necesaria.

En algunos casos, la fase de negociación es necesaria para que el deudor elija el instrumento adecuado para reestructurar su deuda. Por ejemplo, el deudor puede abordar a sus acreedores principales con miras a lograr una reestructuración puramente extrajudicial, y darse cuenta de que esta vía resulta impracticable debido a la oposición y/o la pasividad de algunos de estos acreedores, lo cual determina la inviabilidad de una solución puramente extrajudicial.

Lo anterior hace que la fase de negociación sea extremadamente importante. Téngase en cuenta, sin embargo, que apenas existen normas escritas, aparte de las reglas generales en materia de contratos, que determinen cómo deben gestionar el deudor y los acreedores las negociaciones de un plan de reestructuración: ¿existe un deber de compartir con todas las demás partes *toda* la información disponible (por ejemplo, el importe provisionado por un determinado acreedor en relación con un crédito que el deudor pretende reestructurar), o únicamente la información cuya ausencia o inexactitud determinarían la invalidez del consentimiento? ¿Existe un deber para los acreedores de cooperar de buena fe con el deudor? La respuesta a ambas preguntas es, probablemente, que, a menos que la ley aplicable establezca lo contrario, cada parte está legitimada para actuar egoístamente (véase *infra*, par. 2.3). Ello incrementa la necesidad de buenas prácticas aplicables a las negociaciones de reestructuraciones contractuales y cuasicontractuales.

1.2. Negociaciones y suspensión de las ejecuciones de los acreedores

La negociación con acreedores no requiere, per se, que se suspenda su posibilidad de iniciar ejecuciones singulares. Las dificultades financieras, que son la causa de que el deudor inicie negociaciones con sus acreedores, pueden tener distintos grados de severidad. De hecho:

- (1) Las dificultades financieras pueden no ser tan graves como para impedir que el deudor abone sus deudas a su vencimiento. En estos casos, el deudor pretende afrontar a tiempo futuras tensiones de flujos de caja. Téngase en

¹ La ley aplicable establece las mayorías necesarias y cómo deben computarse los votos (por el valor de los créditos, o por el valor y el número de créditos), y cómo debe considerarse a quienes no han votado (disidentes, consentidores o simplemente no-votantes). Algunas de estas cuestiones se abordan más adelante en este capítulo.

cuenta, sin embargo, que el periodo previo a que estas tensiones comiencen a emerger puede perfectamente acortarse en función de la reacción que los acreedores tengan ante el inicio de las negociaciones (los bancos, por ejemplo, pueden no renovar las líneas de crédito). En tal caso, y hasta que la situación empeore, la suspensión de las ejecuciones de los acreedores no es necesaria, excepto para impedir el comportamiento oportunista de uno o varios acreedores concretos;

- (2) En otros casos, las dificultades financieras pueden impedir que el deudor pague *todas* sus deudas actuales, pero algunos acreedores (normalmente, los acreedores financieros) han accedido a no iniciar ejecuciones singulares y/o a suministrar nueva financiación, para permitir que el deudor conserve su solvencia durante las negociaciones, por ejemplo, para pagar a los proveedores y a los trabajadores y mantener la empresa en funcionamiento, lo cual beneficiará a todos los acreedores. En tal caso, una parte suficiente de los acreedores estima que conviene a su mejor interés apoyar los esfuerzos del deudor por reestructurarse, y por lo tanto la suspensión de las acciones ejecutivas no es necesaria;
- (3) Finalmente, las dificultades financieras pueden ser tan serias que el deudor no pueda pagar sus deudas actuales, que un número insuficiente de acreedores (o ninguno) hayan accedido a no iniciar ejecuciones singulares, y que no haya disponibilidad de nueva financiación en términos puramente contractuales. En este caso, la suspensión de las acciones ejecutivas de los acreedores puede ser necesaria para conservar el valor de la empresa en interés del conjunto de acreedores, y apoyar así los esfuerzos del deudor por reestructurarse.²

La diferencia entre las dos últimas situaciones es que, mientras que en el caso (2) los acreedores han llegado a la conclusión provisional de que los esfuerzos del deudor por reestructurarse merecen su apoyo y están dispuestos a correr el riesgo de hacerlo, en el caso (3) los acreedores *no* han llegado a semejante conclusión. Por lo tanto, la suspensión de las ejecuciones de los acreedores se realiza bajo la asunción (no ilusoria, pero tampoco evidente) de que los acreedores no han llegado a la conclusión de que los esfuerzos del deudor por reestructurarse merecen su apoyo, debido a problemas de acción colectiva y/o a costes de transacción y de coordinación, mientras que lo hubiesen hecho si actuasen como un grupo cohesionado e informado.

Requerir (o permitir la posibilidad legal de) la suspensión de las acciones ejecutivas de los acreedores exige responsabilidad por parte del deudor, que debe estar razonablemente convencido de que, con esa medida, se está conservando valor para los acreedores, y no solamente empeorando la situación. El deudor debe ser también muy consciente del coste de la suspensión, tanto en términos de limitación de los derechos de los acreedores como en términos de pérdidas potenciales para todos los afectados, como resultado de mantener en funcionamiento una empresa en pérdidas. Esto se debe al hecho de que la suspensión de ejecuciones incide directamente sobre los derechos legales y contractuales de los acreedores, al limitarlos. El nivel de confianza en el efecto beneficioso de la suspensión que resulta necesario es directamente proporcional a la

² En este tipo de casos, el conflicto existente entre el interés individual de cada acreedor y el interés del conjunto de los acreedores constituye un problema sobradamente conocido de acción colectiva, a menudo denominado como “la tragedia de los comunes”. Una visión muy extendida entiende que, desde la perspectiva de cada acreedor de un deudor insolvente, el curso de acción más racional sería actuar lo más rápido posible para hacerse con los activos de la empresa (o su valor de realización equivalente) y satisfacer el crédito, a pesar de que ello afectaría negativamente a la continuación de la empresa en funcionamiento en detrimento de todos los demás acreedores.

duración de la suspensión: cuanto más larga sea esta, mayor tendrá que ser la confianza en el hecho de que la suspensión está maximizando el valor para los acreedores.

Como se ha señalado anteriormente, la cuestión de la suspensión de las ejecuciones de los acreedores está estrictamente vinculada a la cuestión de la financiación provisional. Un deudor puede no necesitar una suspensión de ejecuciones si recibe financiación destinada específicamente a mantener la solvencia de la empresa. Las condiciones y efectos de esta financiación serán examinados más adelante.

Dos observaciones son necesarias:

- (1) Resulta inevitable un grado significativo de incertidumbre y, mientras que mantener la empresa en funcionamiento es una decisión reversible, el cese de la actividad no lo es. Por lo tanto, en una fase inicial, la suspensión de las ejecuciones de los acreedores puede ser útil simplemente para conservar la *posibilidad* de mantener el valor para los acreedores, una posibilidad que deberá ser comprobada cuanto antes para evitar una innecesaria destrucción de valor. Esta comprobación debería realizarla alguien independiente con formación empresarial adecuada, muy habitualmente un examinador externo (nombrado por el juez, por los acreedores o por el deudor, siempre y cuando el examinador sea independiente).
- (2) Pueden darse casos en los cuales, aunque la empresa valga más en funcionamiento que liquidada, la suspensión de ejecuciones no solucione el problema, porque los gastos corrientes a corto plazo (relacionadas con gastos que deben abonarse tras el inicio de la suspensión) superen a los ingresos de caja, y no exista disponibilidad razonable de financiación provisional. En esta situación, la liquidación es inevitable. En estos casos resulta particularmente intensa la necesidad de lidiar con la crisis cuanto antes.

Guía de actuación #5.1 (*Solicitud de la suspensión de las ejecuciones*). El deudor debería solicitar la suspensión de ejecuciones únicamente cuando exista un valor de la empresa en funcionamiento que conservar. El grado de certeza en relación con la existencia de un valor de la empresa en funcionamiento debería ser mayor cuando la suspensión solicitada tenga una larga duración, haya sido prorrogada tras una solicitud inicial o cuando el procedimiento para levantar la suspensión resulte gravoso para los acreedores.

Guía de actuación #5.2 (*La proyección de flujos de caja durante la suspensión de ejecuciones*). Antes de solicitar la suspensión de ejecuciones, el deudor debe realizar una proyección de flujos de caja que muestre detalladamente cuáles serán las entradas y salidas de flujos de caja durante la suspensión. Esta proyección debe tener en cuenta la probabilidad de que los proveedores exijan condiciones más duras (posiblemente, el pago inmediato) y, si existe la posibilidad, de financiación provisional.

Guía de actuación #5.3 (*Evitar una suspensión perjudicial para los acreedores*). Si las salidas de flujos de caja proyectadas a corto plazo superan a las entradas, y no existe financiación provisional razonablemente disponible, el deudor debería abstenerse de solicitar la suspensión de las ejecuciones de los acreedores, y debería recurrir sin dilación a la mejor opción a su alcance para conservar el valor de la empresa, en funcionamiento o no.

Recomendación de política legislativa #5.1 (*Suspensión de las ejecuciones de los acreedores*). La ley debería conceder a los tribunales la facultad de acordar la suspensión de ejecuciones, a solicitud del deudor, para facilitar los esfuerzos de reestructuración y las negociaciones. El acuerdo de la suspensión, la decisión judicial de mantener la suspensión a pesar de la oposición de los acreedores, y cualquier prórroga de la suspensión, deberían depender de la consideración de la suspensión como beneficiosa para el conjunto de los acreedores.

1.3. Negociaciones y protección de las transacciones conectadas a las mismas

Con independencia de que se acuerde una suspensión de ejecuciones, la continuación de la empresa durante las negociaciones requiere que el deudor pueda llevar a cabo transacciones en el curso ordinario de la actividad (por ejemplo, pagar a trabajadores y proveedores), así como transacciones destinadas específicamente a impulsar las negociaciones (por ejemplo, pagar honorarios razonables a los asesores). Con esta finalidad, las contrapartes del deudor deberían ser capaces de confiar en que estas transacciones queden protegidas, siempre y cuando sean equitativas, en el escenario de un procedimiento de insolvencia posterior a resultados del fracaso del intento de reestructuración. En algunas jurisdicciones, esto se consigue mediante los requisitos previstos para las acciones de reintegración, que no permiten anular pagos realizados por el deudor en conexión temporal cercana con la recepción de una contraprestación equitativa (por ejemplo, un cierto servicio o activo).³ Frente a ello, en otras jurisdicciones en las que estas transacciones podrían rescindirse en caso de que la reestructuración no tenga éxito,⁴ es importante que la ley establezca una excepción clara que cubra también estos casos.

Esto es importante para evitar que los terceros se abstengan de negociar con la compañía tan pronto la crisis salga a la luz, una vez que la misma inicie las negociaciones. Nadie asumiría racionalmente el riesgo relativo al éxito del intento de reestructuración, a menos que ya esté expuesto al riesgo de impago de la empresa en cuestión y/o consiga condiciones contractuales que remuneren ese riesgo. En consecuencia, iniciar negociaciones sacaría del mercado a la mayoría de las empresas, incluso a las solventes en términos de flujos de caja, impidiéndose así la continuación de la actividad durante las negociaciones, imposibilitando la obtención del asesoramiento profesional necesario, y determinando en última instancia la inviabilidad del intento de reestructuración.

A la vista de lo anterior, la ley debería establecer puertos seguros y/o mecanismos que permitan a terceros confiar en los efectos de las transacciones llevadas a cabo durante las negociaciones de la reestructuración. Es aconsejable que la ley establezca directamente la excepción de ciertas transacciones cuyo propósito evidente es posibilitar las negociaciones de la reestructuración (por ejemplo, el pago a trabajadores y proveedores esenciales, honorarios y costes razonables en la búsqueda de asesoramiento profesional). La ley debería incluir también una provisión que cree un puerto seguro más general (como resultado bien de los requisitos de las acciones de reintegración, bien de una excepción a la rescindibilidad) para todas las demás transacciones que, si bien no

³ Esa es la elección del legislador alemán. Véase la sección 142 InsO.

⁴ Este es el caso del artículo 67(2) de la Legge Fallimentare italiana, que establece que las transacciones equitativas que tengan lugar durante los seis meses anteriores al inicio de la liquidación concursal son nulas, si el administrador concursal aporta pruebas que demuestren que la contraparte conocía (o debería haber conocido) la insolvencia del deudor.

están específicamente exentas, se llevan a cabo para impulsar las negociaciones de un intento de reestructuración que no parezca *prima facie* inviable.⁵

No resulta aconsejable que la ley establezca una excepción en materia de reintegración y/o la inejecutabilidad condicionada a la confirmación del acuerdo de reestructuración por parte de la autoridad judicial o administrativa competente. Esta solución, que ha sido adoptada por varias jurisdicciones y puede ser la elegida por el legislador europeo,⁶ solo neutraliza parcialmente el riesgo soportado por terceros en relación con el éxito del intento de reestructuración. En efecto, aquellos que negocian con la compañía siguen compartiendo el riesgo, que escapa a su control, de que las negociaciones de la reestructuración se aborren o, en todo caso, no conduzcan a un acuerdo confirmado, mientras que se les exime únicamente del riesgo de no ejecución del acuerdo de reestructuración una vez confirmado.⁷

Debería perseguirse de manera diferente el propósito legítimo de permitir la rescindibilidad y/o inejecutabilidad de las transacciones realizadas cuando no existía una perspectiva razonable de lograr un acuerdo de reestructuración y de obtener su confirmación. Invalidar la protección de todas las transacciones razonablemente realizadas para impulsar un acuerdo de reestructuración, que eventualmente no se alcance o no se confirme, sería excesivo. La excepción de la reintegración y/o inejecutabilidad debería inaplicarse únicamente en relación con las transacciones consideradas fraudulentas o, en general, realizadas con mala fe.⁸

Recomendación de política legislativa #5.2 (Protección frente a la reintegración y inejecutabilidad). La ley debería contemplar medidas de protección frente al riesgo de reintegración y/o inejecutabilidad de las transacciones

⁵ Una alternativa sería establecer que, a solicitud del deudor, la autoridad judicial o administrativa pueda conceder una excepción para cualesquiera transacciones no exentas expresamente por la ley, siempre y cuando el deudor demuestre que la transacción resulta de utilidad para las negociaciones encaminadas a lograr una reestructuración que, a primera vista, no parezca inviable. Sin embargo, esta solución no parece óptima, ya que puede atascar todavía más los juzgados o (dada también la urgencia de estas decisiones) convertirse en un trámite mecánico que valide transacciones sin el necesario escrutinio, invitando así al abuso.

⁶ Conforme al artículo 17, par. 1, de la Propuesta de Directiva, “las transacciones llevadas a cabo para avanzar en las negociaciones de un plan de reestructuración confirmado por un órgano jurisdiccional o una autoridad administrativa competente o estrechamente relacionadas con tales negociaciones no sean declaradas nulas, anulables o inoponibles como acto perjudicial para el conjunto de los acreedores en el marco del posterior procedimiento de insolvencia”. De la literalidad de este precepto no se desprende claramente si las transacciones “estrechamente relacionadas con tales negociaciones” no pueden, en ningún caso, ser “declaradas nulas, anulables o inoponibles”, con independencia de la confirmación judicial o administrativa.

El precepto de la Propuesta de Directiva, que parece subordinar la protección de las “operaciones vinculadas a la reestructuración” a la (posterior) confirmación judicial o administrativa del plan (artículo 17), resulta inconsistente con el suministro de “financiación provisional” (artículo 16), que no considera la confirmación judicial o administrativa como una condición para la obtención de protección, a pesar de que la financiación provisional solo es un caso particular de las transacciones vinculadas a la reestructuración.

⁷ La concesión de protección a terceros con independencia de la adopción y confirmación del plan podría, a primera vista, percibirse como injusta hacia los acreedores que resultan perjudicados por la transacción (esto es, aquellos acreedores cuya satisfacción hubiese sido mayor si la transacción relacionada con la reestructuración se hubiese rescindido). Sin embargo, si la ley permite la rescindibilidad de estas transacciones, los terceros que sufran un riesgo adicional pueden (i) no negociar con el deudor, ya que sería irracional para ellos no percibir una remuneración por ese riesgo adicional, o (ii) hacer como si este riesgo adicional estuviese remunerado, lo que conduciría a llevar a cabo transacciones consideradas inequitativas y, por lo tanto, serían rescindidas con una mayor probabilidad.

⁸ La Propuesta de Directiva ya establece que la excepción debería afectar únicamente a las transacciones que no “se hayan llevado a cabo de manera fraudulenta o de mala fe” (artículo 17, par. 1), apoyando así eliminar el requisito de la confirmación judicial o administrativa del acuerdo de reestructuración como condición para la protección de las transacciones llevadas a cabo durante las negociaciones.

razonables llevadas a cabo durante las negociaciones y encaminadas a posibilitar las negociaciones de la reestructuración, bien mediante el establecimiento de excepciones, bien mediante el diseño de los requisitos para la reintegración y/o inejecutabilidad.

1.4. Negociaciones y financiación provisional

La financiación provisional ayuda a mantener la empresa solvente mientras el deudor negocia con los acreedores. Como ya se ha mencionado, la financiación provisional comparte la misma finalidad que la suspensión de ejecuciones, esto es, conservar valor para los acreedores, y puede obtenerse por el deudor independientemente de la suspensión de ejecuciones o en combinación con esta.

Financiar a un deudor en dificultades, sin embargo, conlleva riesgos considerables:

- (1) La financiación puede destruir valor, al proporcionar a un deudor sin esperanza más combustible que quemar. La liquidación puede producirse con posterioridad con menos activos para los acreedores y/o con más deudas que satisfacer con el patrimonio del deudor;
- (2) El prestamista puede incurrir riesgos a la hora de cobrar el crédito, ya que es posible que el deudor no sea capaz de reembolsar la financiación recibida y las garantías, si existen, pueden rescindirse.

Por lo tanto, desde el punto de vista del deudor, la financiación provisional debería buscarse únicamente cuando confíe en que ello va a redundar en el mejor interés de los acreedores. Esta creencia debe ser fuerte y fundada en información y análisis independientes, cuando la cuantía de la financiación sea susceptible de afectar al resultado de la liquidación.

Desde el punto de vista del prestamista, la concesión de financiación provisional implica, ordinariamente, un riesgo de recuperación del crédito. Excepto en el caso de que la ley reduzca o neutralice el riesgo de recuperación del prestamista (véase *infra*), ningún acreedor sensato, ya sea un acreedor que ya esté expuesto o un operador de mercado externo, concedería nueva financiación a menos que confíe razonablemente en que el deudor le va a pagar (ciertamente, los acreedores que ya están expuestos tienen una curva de utilidad más inclinada a conceder financiación que los acreedores externos). El prestamista es un operador de mercado que no solo valora el patrimonio del deudor desde una perspectiva estática, sino también las expectativas futuras de la empresa una vez reestructurada. Por lo tanto, cuando un prestamista concede financiación provisional, indica claramente que el intento de reestructuración merece la pena.

Puesto que la financiación provisional puede contribuir a preservar el valor de la empresa, la ley puede ayudar al deudor a obtenerla mediante la reducción del riesgo soportado por el prestamista. Con esta finalidad, la ley puede contemplar una excepción a la reintegración para el proveedor de financiación provisional, eximirle de responsabilidad y/u otorgar alguna preferencia a su crédito (véase, por ejemplo, el art. 16 de la Propuesta de Directiva).

Sin embargo, proteger al prestamista que suministra financiación provisional del riesgo de recuperación de su crédito puede conllevar algunos resultados indeseados, principalmente la pérdida del valor de señalización antes mencionado y permitir la continuación de una empresa cuya actividad debería, por el contrario, cesar, puesto que el intento de reestructuración no es viable o creíble. Estos efectos indeseados se atemperan parcialmente por el hecho de que, de acuerdo con ciertos principios jurídicos generales comunes en la mayoría de las jurisdicciones, las medidas protectoras del

prestamista no operarían cuando existan pruebas de que la financiación provisional se concedió fraudulentamente o de mala fe.⁹

Guía de actuación #5.4 (Existencia de las condiciones para la financiación provisional). La financiación provisional debería buscarse únicamente cuando el deudor determine, sobre la base de datos sólidos y, a ser posible, de asesoramiento por parte de expertos, que ello redundará en el mejor interés de los acreedores, especialmente de cara a conservar el valor de la empresa.

2. Información y cooperación

2.1. La necesidad de un “pack informativo” completo

Una cuestión que ha surgido constantemente en el estudio empírico cualitativo es la necesidad de que el deudor proporcione a los acreedores información adecuada para que estos sean capaces de decidir de forma informada y a tiempo.

En general, se requiere información fiable y actualizada para redactar un plan correcto. Las empresas deberían contar con sistemas de información adecuados (véase el Capítulo 1), capaces permitir la detección de la crisis de manera temprana y de proporcionar datos adecuados y con el detalle suficiente como para diseñar el plan de una forma adecuadamente sofisticada.

Sin embargo, no basta con *tener* la información. A la hora de redactar un plan de reestructuración, los deudores deberían ser siempre conscientes de que están tratando con acreedores y otros terceros (asesores, profesionales de la insolvencia y jueces, dependiendo del caso) que pueden no conocer todos los detalles de la empresa, ni los aspectos e implicaciones del plan. La información relativa a la empresa y al plan, por lo tanto, no solo debería ser fiable, actualizada y completa, sino que también debería presentarse de forma tal que resulte fácilmente comprensible y aborde todos los aspectos relevantes para los acreedores y otros terceros.

La integridad de la información está relacionada con otro aspecto esencial: la respuesta temprana de los acreedores. Los planes de reestructuración casi siempre requieren el consentimiento de al menos algunos acreedores, como un requisito previo. Sin embargo, la integridad de la información, aunque siempre es muy importante, deviene esencial cuando la negociación se produce al margen de procedimientos formales. Cuando existe un procedimiento formal, con cronogramas definidos y un momento en el cual los acreedores pueden emitir su voto o expresar de forma alternativa su postura, el procedimiento en sí soluciona los aspectos temporales. Al contrario, fuera de un procedimiento formal, resulta todavía más importante para el deudor la adopción espontánea de un enfoque oportuno y transparente desde el principio, especialmente en relación con la información que proporciona a los acreedores.

Una cuestión que surge habitualmente es la dificultad para que las empresas reciban respuestas completas y definitivas en un plazo razonable, especialmente por parte de bancos y otros acreedores financieros. Casi todas las reestructuraciones implican, por

⁹ La Propuesta de Directiva establece expresamente que “la nueva financiación y la financiación provisional no podrán ser declaradas nulas, anulables o inoponibles en tanto que acto perjudicial para el conjunto de los acreedores en el marco del posterior procedimiento de insolvencia, a menos que tales operaciones se hayan llevado a cabo de manera fraudulenta o de mala fe (...). Los proveedores de nueva financiación y de financiación provisional en un proceso de reestructuración quedarán exentos de responsabilidad penal, civil y administrativa en el contexto de la posterior insolvencia del deudor, a menos que tal financiación se haya concedido de forma fraudulenta o de mala fe” (artículo 16, pars. 1 y 3).

supuesto, la involucración y participación de los acreedores institucionales, en particular de bancos. Estas dificultades aumentan: (i) cuando existen varios acreedores o, en cualquier caso, el valor medio de cada crédito no es muy alto, lo cual ocurre frecuentemente en algunas jurisdicciones (típicamente, en Italia y España, donde normalmente las empresas recurren a varios bancos en los mismos términos también para obtener crédito en el curso ordinario del negocio y no existe un banco principal, como sí ocurre en otros lugares, como por ejemplo Alemania, y donde hay más pymes y micropymes), y (ii) en tiempos de crisis, cuando los bancos están inundados con solicitudes. En este sentido, las normas que establecen requisitos para los bancos en materia de préstamos de dudoso cobro pueden ejercer una influencia significativa sobre los incentivos de los bancos prestamistas y del deudor durante las negociaciones.¹⁰

Debe tenerse en cuenta que la rapidez resulta esencial no solo para el deudor, sino para todo el proceso de reestructuración. El tiempo juega un papel esencial en la confiabilidad y eficacia del plan: es frecuente que, debido a los defectos y retrasos en el proceso de negociación, los planes que fueron redactados teniendo en cuenta un determinado horizonte temporal ya no están actualizados cuando los acreedores prestan su consentimiento, porque la situación subyacente ha cambiado. La ejecución del plan, por supuesto, también resulta inmediatamente afectada.

La disponibilidad de información de alta calidad, completa y presentada de forma comprensible (a) es un requisito previo para la redacción de un buen plan y (b) puede facilitar la obtención de respuestas positivas (o, al menos, más rápidas) por parte de los acreedores, en particular los acreedores financieros.

Las respuestas rápidas por parte de los acreedores tienen un efecto positivo, en la medida en que posibilitan:

- (1) El abandono de planes que parezcan defectuosos o, por cualquier motivo, inviables desde el principio, evitando así mayores costes y perjuicio a los acreedores, y facilitando la solicitud de procedimientos formales de insolvencia;
- (2) La corrección y la mejora del plan, cuando sea posible o, al menos, teóricamente lo parezca (por supuesto, para ser útiles, estas modificaciones deberían llevarse a cabo de forma rápida y oportuna);
- (3) El incremento de la certidumbre en relación con la posibilidad de éxito de un plan viable y bien equilibrado.

El contenido exacto de la información que debe proporcionarse a los acreedores y terceros variará de un caso a otro. Sin embargo, existe cierta información básica que no debería faltar:

- Las causas de la crisis, resaltando, de ser posible, si el origen de la crisis es principalmente de naturaleza financiera o no;
- La situación inicial: toda la información y datos sobre el deudor debe estar presentada de forma clara y objetiva. Estos datos deberían pasar por algún tipo de revisión profesional;
- Una breve descripción del plan propuesto;

¹⁰ Véase el par. 3 *infra* para una valoración de los efectos que tienen los incentivos generados por la regulación del provisionamiento de los préstamos de dudoso cobro. Merece la pena señalar que estos incentivos operan impulsando una rápida reacción por parte del banco, pero, al mismo tiempo, crean un incentivo para que el deudor ralentice las negociaciones, ya que el paso del tiempo incrementa su fuerza de negociación frente a los bancos.

- Una descripción más detallada de los aspectos esenciales, con énfasis en los elementos principales (como el importe de las quitas y la duración de las esperas, el umbral mínimo de aceptación por parte de los acreedores, si el plan contempla la continuación directa de la empresa, etc.) y los riesgos (incluidos los legales);
- Información financiera;
- Información financiera prospectiva, incluidas las proyecciones asumidas de flujos de caja;
- Asunciones esenciales del plan.

Una descripción más detallada de algunos de los elementos del plan enumerados arriba se encuentra en el artículo 8 de la Propuesta de Directiva.

En la fase de las negociaciones, el plan no necesita estar completo, y bastará un esquema. Es importante, sin embargo, que la información básica sea proporcionada desde el principio, para que los acreedores puedan formarse inmediatamente una opinión sobre el plan. Cualquier retraso en este sentido puede ocasionar que la reestructuración se posponga y, por lo tanto, que las negociaciones se produzcan cuando ya no es posible realizar cambios, o cuando la situación del deudor haya empeorado.

Una vez iniciadas las negociaciones, el deudor debería cuanto antes:

- (a) Preparar la información que va a ser suministrada a los acreedores, especialmente a los financieros, y cualquier documentación suplementaria relacionada;
- (b) Llevar a cabo las negociaciones de buena fe (los acreedores deberían, a su vez, evaluar rápida y críticamente la información recibida y requerir más datos y documentos, si es necesario);
- (c) Definir el plan con todo detalle, afinarlo y elaborar las propuestas que se harán a los acreedores;
- (d) Si el plan incluye la continuación de la actividad empresarial, debe señalarse si son necesarias la suspensión de ejecuciones o financiación adicional para que el plan siga adelante. Debe prestarse especial atención a los motivos que justifican la necesidad de nueva financiación (en relación con el mejor interés de los acreedores);
- (e) Señalar las posibles contribuciones aportadas por los socios o terceros inversores (en forma de capital-riesgo o instrumentos de crédito), o mostrar los motivos por los cuales resulta inviable pedir contribuciones semejantes.

En términos más generales, el deudor debería ser capaz y estar preparado para proporcionar todos los documentos de apoyo necesarios a los acreedores u otros interesados que puedan solicitarlos.

2.2. Transparencia y buena fe

Cuando es necesario un plan de reestructuración, el deudor atraviesa dificultades. Ello altera la relación habitual entre el deudor y sus acreedores o contrapartes contractuales. El alcance de esta alteración, sin embargo, depende principalmente de la profundidad de la crisis.

Los administradores tienen un deber, en general, de minimizar las pérdidas de los acreedores (y, según el art. 18 de la Propuesta de Directiva, de los trabajadores, socios y

otros interesados).¹¹ ¿Cómo se traduce esto en un deber de transmitir toda la información relevante? En otras palabras, ¿pueden los administradores, actuando en interés de los socios (que les han nombrado), negociar estratégicamente con los acreedores y no transmitir más información que aquella que la ley les obliga? ¿La negociación con los acreedores sigue el mismo patrón cuando la compañía no está en crisis?

La respuesta es que probablemente no. Los acreedores son contrapartes cautivas del deudor y se les pide que renuncien a algo que previamente habían negociado para conseguir. El deudor a menudo ya ha incumplido el contrato del cual dimana el crédito (o está a punto de hacerlo); la única cuestión en una reestructuración es la dimensión de este incumplimiento. Los acreedores no tienen alternativas reales a la negociación, porque la ejecución del crédito no es una opción por motivos legales (cuando se suspenden las ejecuciones singulares y en caso de procedimientos colectivos) o por motivos de hecho (el deudor está ya bajo el agua). Dado que esta negociación no se produce entre partes libres para elegir a su contraparte y, de alguna manera, resulta coercitiva, y puesto que también existe un problema de acción colectiva cuando hay muchos acreedores, es justo afirmar que un procedimiento y la transparencia adecuados son herramientas adecuadas para mitigar estos problemas.

Existen, sin embargo, algunos matices. No cabe duda de que el deudor debe negociar de buena fe, más incluso que en caso de negociaciones ordinarias. Muchas leyes nacionales establecen un deber similar, o bien específico para la reestructuración o, de manera más habitual, como un principio general (es el caso, por ejemplo, del artículo 1375 del Código Civil italiano, el artículo 7 del Código Civil español o la sección 242 del Código Civil alemán). No resulta obvio, sin embargo, si los deudores tienen un deber de franqueza absoluta hacia los acreedores —deber que, desde luego, no tendrían al margen de una situación de crisis. Si los socios no han sido completamente “barridos”, los administradores siguen teniendo un deber de maximizar el valor de los socios, sin causar pérdidas adicionales a los acreedores; por lo tanto, es discutible que los administradores no tengan que revelar su “precio de reserva” durante la negociación con los acreedores. Pero incluso asumiendo que los socios *han* sido completamente “barridos”, los administradores pueden tener el deber de no revelar *todas* las circunstancias a *todos* los acreedores, porque ello podría frustrar el resultado general óptimo del plan de reestructuración, especialmente si se negocia sin la protección de la suspensión de las acciones ejecutivas de los acreedores, pero no solo. Revelar demasiada información a los socios puede provocar que las negociaciones fracasen debido a comportamientos oportunistas de algunos acreedores, o sencillamente por la falta de coordinación entre ellos.

Estos casos probablemente no sean tan frecuentes. Como regla general, por lo tanto, puede decirse que los administradores tienen el deber de revelar toda la información relevante a los acreedores y otros interesados, y de hacerlo de forma clara y completa.

2.3. ¿Cooperación por parte de los acreedores?

Los acreedores deben negociar de buena fe con el deudor. Es discutible, sin embargo, si los acreedores tienen el deber de cooperar también cuando la ley no establece instrumentos coercitivos. Por ejemplo, ¿puede un acreedor comportarse de forma oportunista en ausencia de un mecanismo de arrastre (“cram-down”)? ¿Puede un acreedor

¹¹ Téngase en cuenta que el objetivo de minimizar pérdidas, al cual se refieren partes afectadas con intereses muy diferentes, solo es común en apariencia. En efecto, debido a lo establecido en el artículo 18, los administradores a menudo pueden estar en una situación de conflicto de deberes, cuya importancia no está graduada en la Propuesta de Directiva. En este sentido, véanse las modificaciones sugeridas para la Propuesta de Directiva.

rechazar (y hundir) un plan de reestructuración que mejoraría su situación, únicamente porque desea mantener su reputación como un jugador duro de pelar?

Probablemente, la buena fe no implica que los acreedores tengan que *cooperar* realmente con el deudor. Mientras no se beneficien de una posición adquirida ni de información recabada del deudor durante las negociaciones, y no estén en una situación de conflicto de intereses, los acreedores deberían ser libres para perseguir su interés personal, que puede diferir de la definición estándar de lo que debería ser su interés (esto es, el interés de un acreedor medio en la misma posición). Un comportamiento oportunista probablemente solo debería ser evitado por una decisión mayoritaria complementada, según el caso, por el test del interés superior de los acreedores, y quizá por intervenciones específicas que aseguren que el voto del acreedor (o su participación en el proceso de toma de decisiones) es “sincero”, es decir, asegurando que el acreedor no tiene intereses “externos”, sino que actúa conforme a su propio interés en tanto que *acreedor de ese deudor*.¹²

Aparte de estos límites, existe el riesgo de que, mediante la ampliación del alcance de la buena fe y derivando de la misma el deber de cooperar con el deudor, y conteniendo todas las formas de disentimiento a partir de que lo que debe ser el mejor interés para un (hipotético) acreedor medio, se concede demasiada discrecionalidad a los tribunales o a las autoridades que supervisan los planes. Los tribunales deberían, por el contrario, remitirse a la decisión libre y pacífica de aquellos cuyos intereses están en juego, incluso si eso conlleva un resultado subóptimo en el caso concreto.

Guía de actuación #5.5 (*Relaciones con los acreedores durante las negociaciones*).

Especialmente cuando el plan de reestructuración que el deudor pretende remitir a los acreedores exija el consentimiento individual de los mismos, el deudor debería proporcionar a los acreedores, desde el principio de las negociaciones, información adecuada y actualizada sobre la crisis y sus posibles soluciones. Debería proporcionarse información sobre las causas de la crisis, una descripción del plan y sus principales elementos y asunciones, así como información financiera pasada y futura.

3. La negociación con los bancos y los agentes de crédito

3.1. El especial papel de los bancos en las reestructuraciones societarias

Los bancos son una categoría especial de acreedores. Quizá con la excepción de las microempresas en algunas jurisdicciones, a menudo son titulares de una parte considerable de la deuda de la compañía, lo cual les convierte en una contraparte esencial en la negociación de planes de reestructuración. También pueden actuar como proveedores de nuevos fondos, cuya decisión de apoyar finalmente un intento de reestructuración a través de financiación provisional o nueva (post-confirmación) puede ser crucial para su éxito y, en última instancia, para la supervivencia del deudor en dificultades.

La perspectiva de los bancos respecto a la reestructuración puede, por lo tanto, influir profundamente en el resultado de la estrategia de gestión de la crisis. Sin embargo, las decisiones de los acreedores financieros en este ámbito no son totalmente

¹² Resulta muy difícil establecer una línea de separación entre los intereses externos legítimos (por ejemplo, para jugadores de repetición, como los bancos, transmitir un mensaje al mercado que maximice la tasa de recuperación de toda la cartera, a pesar de que ello impida la adopción de un plan de reestructuración viable y, por lo tanto, que tenga un impacto negativo en la tasa de recuperación de ese caso concreto) y los intereses externos que no pueden perseguirse legítimamente en detrimento de otros acreedores (por ejemplo, conducir intencionadamente a la empresa a la insolvencia con la finalidad de activar los swaps de cobertura de riesgo crediticio).

discrecionales y los deudores necesitan ser conscientes de los distintos elementos (fácticos y jurídicos) que —en el contexto regulatorio actual— pueden afectar a la predisposición de los bancos a iniciar negociaciones constructivas para alcanzar un plan de reestructuración.¹³

El entorno bancario ha cambiado considerablemente a resultas de las crisis financieras y soberanas en la Unión Europea. Han surgido dudas en cuanto a las políticas de reestructuración y la gestión de exposiciones de dudoso cobro (“non-performing exposures”, NPE) en la Unión Europea, ya que las normas que entonces existían sobre estas cuestiones fueron consideradas la causa de que los bancos no reconocieran a tiempo las disfunciones de la deuda pendiente, contribuyendo así al enorme aumento de las exposiciones de riesgo en los balances de los bancos.

En particular, la Unión Europea ha promulgado un nuevo conjunto de estándares y reglas para asegurar que los bancos adoptan a tiempo estrategias para gestionar préstamos de dudoso cobro (“non-performing loans”, NPLs)¹⁴ y no contemplen los préstamos malos en sus informes financieros, con la finalidad esencial de lidiar con la carga actual de préstamos de dudoso cobro, bajo una perspectiva “de emergencia” —amplificados en número y cuantía por el estancamiento del mercado de préstamos corporativos— y evitando un mayor incremento en la número de préstamos deteriorados mediante la aplicación de la misma estrategia de emergencia. En este sentido, los cambios recientes más relevantes se refieren a:

- (i) La introducción de nuevas normas contables para incrementar la transparencia de los estados financieros de los bancos;¹⁵
- (ii) Una convergencia a lo largo de Europa, en parte todavía pendiente de completarse, en torno a las nociones de reestructuración y de exposiciones de dudoso cobro;¹⁶

¹³ La especialidad de los bancos descansa primariamente en el hecho de que conceder préstamos es la actividad esencial de estas entidades, y se trata de una actividad sujeta a restricciones regulatorias debido a su conexión con el interés público. Como las exposiciones de crédito incorporan elementos de riesgo, las normas aplicables imponen a los prestamistas que reflejen estos riesgos a nivel de balance (por ejemplo, ratios de capital, provisiones) y que adapten su organización interna para supervisar y contener eficazmente los riesgos de crédito. Esto afecta, a su vez, a la manera en la cual los bancos pueden reaccionar cuando negocian con contrapartes en dificultades.

¹⁴ En la terminología del BCE (en la *Guía sobre préstamos dudosos para entidades de crédito* y su Apéndice), “préstamos de dudoso cobro” y “exposiciones de dudoso cobro” se emplean de forma indistinta.

¹⁵ En 2014, el *International Accounting Standards Board* (IASB) publicó “IFRS 9 *Financial Instruments*”, que incluye un nuevo estándar para el provisionamiento de pérdidas derivadas de préstamos en base a las “pérdidas crediticias esperadas” (“expected credit losses”, ECL).

¹⁶ La convergencia en las definiciones se ha logrado hasta ahora a efectos de supervisión, tras el Reglamento de ejecución (UE) n.º 680/2014 de la Comisión de 16 de abril de 2014, por el que se establecen normas técnicas de ejecución en relación con la comunicación de información con fines de supervisión por parte de las entidades, de conformidad con el Reglamento (UE) n.º 575/2013 de 26 de junio, sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de inversión (en adelante, *CRR*). Sin embargo, se espera que la convergencia pronto se extienda al marco prudencial dentro de un conjunto de medidas cuya adopción tiene el objetivo de atajar el problema de los préstamos dudosos en Europa (véase la Comunicación de la Comisión de 11 de octubre de 2017 sobre la compleción de la Unión Bancaria). En particular, la Propuesta de Reglamento del Parlamento europeo y del Consejo por el que se modifica el Reglamento (UE) n.º 575/2013 en lo que respecta a la cobertura mínima de pérdidas derivadas de exposiciones dudosas [COM(2018) 134 final; en adelante el *Reglamento de Reforma del CRR*] establece la introducción en el CRR de una nueva definición de exposición de dudoso cobro, que se basa considerablemente en el marco actual establecido por el Reglamento de ejecución (UE) n.º 680/2014. Se añadirán preceptos al CRR para definir la noción de “medidas de reestructuración”, así como en relación con los casos en los cuales las exposiciones dudosas y sujetas a medidas de reestructuración pueden dejar de ser clasificadas como exposiciones dudosas. Merece la pena destacar que, a diferencia de la *Guía* del

- (iii) El establecimiento de nuevos requisitos legales para asegurar el cumplimiento de los niveles regulatorios comunes de provisionamiento para préstamos de dudoso cobro (esto es, los importes de capital que deben respaldar a los préstamos, dependiendo de su categoría de riesgo).¹⁷

Mientras tanto, los supervisores comunitarios han confeccionado guías de actuación —a partir de las mejores prácticas relacionadas con la gestión de préstamos de dudoso cobro— para instar a los bancos a monitorizar sus exposiciones de crédito mientras dure su relación con el prestatario, y a adoptar medidas tempranas cuando emerjan señales de crisis.¹⁸

Finalmente, la Comisión ha propuesto recientemente una directiva sobre los administradores de créditos, los compradores de créditos y la recuperación de las garantías reales, con la finalidad de desarrollar un mercado secundario a nivel comunitario para los préstamos de dudoso cobro y para garantizar un valor de recuperación más eficiente para los acreedores garantizados a través de procedimientos ejecutivos extrajudiciales (a partir de ahora, la Propuesta de Directiva sobre administradores de créditos).¹⁹

En este contexto en transformación, la predisposición de los bancos a participar en reestructuraciones corporativas y, en términos más generales, su actitud hacia los intentos de reestructurar ha sufrido un profundo impacto, y todavía se espera que cambie más. Esta tendencia se ha visto confirmada por los hallazgos nacionales, que muestran que las normas prudenciales en materia de préstamos de dudoso cobro se han convertido en el motor principal de los bancos a la hora de evaluar planes de reestructuración, dado que mantener préstamos de dudoso cobro en sus balances les resulta cada vez más costoso.

3.2. Restricciones legales a la reestructuración y requisitos prudenciales de provisionamiento de préstamos de dudoso cobro

3.2.1. Un marco prudencial parcialmente inconsistente con la “cultura del rescate”

Una regulación más intensa en la gestión de préstamos de dudoso cobro (guías de actuación notablemente más estrictas y requisitos de capital imperativos) probablemente reduzca la libertad de los bancos para hacer concesiones sin contraprestación inmediata (esto es, sin efectos tangibles en su balance). A la vista del marco regulatorio actual, puede esperarse que los bancos consideren, en primer lugar, cómo liberar rápidamente sus

BCE, el *Reglamento de Reforma del CRR* no se refiere a los préstamos dudosos heredados, pero todavía importa, cuestionablemente, el “enfoque de emergencia” de la Guía a la gestión de créditos “ordinarios”.

¹⁷ La propuesta de *Reglamento de Reforma del CRR* impondrá una barrera regulatoria mínima “Base 1” para el provisionamiento de exposiciones dudosas por parte de los bancos de la UE —aplicable a todas las exposiciones originadas a partir del 14 de marzo de 2018. Cualquier incumplimiento de esta base de provisionamiento activará deducciones de los elementos del “Common Equity Tier 1” (CET1).

¹⁸ El 20 de marzo de 2017, el BCE publicó su *Guía sobre préstamos dudosos para entidades de crédito*, dirigida a las instituciones de crédito que directamente supervisa al amparo del Mecanismo Único de Supervisión (“instituciones significativas”). Esta Guía contiene las expectativas y las mejores recomendaciones del BCE en relación con la gestión de préstamos dudosos. En el contexto de los requisitos publicados, los bancos deben reducir su cartera de préstamos dudosos mediante la aplicación de estándares uniformes, mejorando así la gestión y la calidad de sus activos. En marzo de 2018 se ha publicado un Anexo a la Guía, que versa sobre la gestión de las expectativas de provisionamiento de pérdidas. Para las “instituciones menos significativas”, algunos supervisores nacionales (por ejemplo, Banca d’Italia) han adoptado o están adoptando guías de actuación consistentes con la Guía del BCE.

¹⁹ Propuesta de Directiva del Parlamento europeo y del Consejo sobre los administradores de créditos, los compradores de créditos y la recuperación de las garantías reales - COM(2018)135, publicada el 14 de marzo de 2018.

balances de la carga que suponen las exposiciones de riesgo, incluso si estas soluciones no maximizan el valor presente de la exposición.

El riesgo de semejante resultado subóptimo se amplifica por el alto nivel de incertidumbre que existe en torno al alcance de las normas prudenciales que se prevén. Las normas sugeridas por la Comisión en la Propuesta de Reglamento del Parlamento europeo y del Consejo por el que se modifica el Reglamento (UE) n.º 575/2013 en lo que respecta a la cobertura mínima de pérdidas derivadas de exposiciones dudosas, resultan parcialmente inconsistentes con las expectativas del Banco Central Europeo que constan en el Apéndice de 2018. Concretamente, las guías de actuación del BCE se aplican al actual stock de créditos, esto es, aquellos clasificados como préstamos de dudoso cobro a partir del 1 de abril de 2018, cuando las previsiones paralelas de la Propuesta de Reglamento solo se aplicarán a las exposiciones surgidas a partir del 14 de marzo de 2018.

Además, merece la pena recordar que el marco regulatorio de los préstamos de dudoso cobro se ve profundamente afectada por el hecho de que está concebida como una disciplina de emergencia (creada en respuesta a una situación extraordinaria), cuya severidad draconiana no estaría justificada en un escenario ordinario post-recesión. Ocurre que, en este momento —y con independencia de cualesquiera reservas que puedan tenerse en cuanto al contenido de las normas y estándares—, este es el contexto regulatorio al cual los operadores tienen que mirar y cuyas consecuencias en relación con la reestructuración preventiva deben valorarse.

La actitud de los bancos en el contexto de la reestructuración puede verse influida por una serie de factores, que en buena medida escapan del control e incluso de la percepción del deudor. En particular, el comportamiento del banco en las negociaciones de la reestructuración se ve, efectivamente, afectado no solo por el importe en juego o la naturaleza del crédito (por ejemplo, garantizado o no), pero también por la situación financiera general del banco, la composición y solidez de su cartera de créditos y la estrategia interna en materia de préstamos de dudoso cobro que haya adoptado.

Conforme a recientes guías de actuación confeccionadas por los supervisores, también se urge a los bancos a implementar varios cambios organizativos y modificaciones operativas para lograr una gestión más efectiva de las exposiciones “problemáticas” (esto es, no solo las exposiciones respecto de las cuales se ha iniciado un procedimiento de insolvencia o una ejecución, sino también para aquellas que todavía podrían ser remediadas, total o parcialmente, mediante una reestructuración extrajudicial u otras medidas). Estos cambios organizativos y modificaciones operativas tienen un impacto considerable en el enfoque que los bancos adoptan en relación con la negociación de reestructuraciones.

Por ejemplo, los supervisores recomiendan encarecidamente:

- La adopción de estrategias respecto de los préstamos de dudoso cobro y la implementación de planes operativos que establezcan las opciones para la gestión de estos préstamos;²⁰

- El establecimiento de unidades de trabajo específicas para los préstamos de dudoso cobro, que deberán estar separadas de las unidades dedicadas a la concesión de préstamos y que estarían en contacto con el prestatario durante todo el ciclo de vida del préstamo de dudoso cobro, con la adopción, en función de las guías de actuación, de diferentes enfoques durante cada fase de este ciclo. Esta medida eliminaría potenciales

²⁰ Por ejemplo, las medidas “aguanta y reestructura” pueden necesitar ser combinadas con reducciones de cartera y con cambios en los tipos de exposición (por ejemplo, capitalizaciones de deuda, sustitución de garantías inmobiliarias, ejecución de garantías). Además, es posible que el plan operativo solo permita la realización de ciertas actividades en un determinado segmento de cartera.

conflictos de interés y el riesgo de cualquier sesgo a la hora de determinar la mejor estrategia para gestionar una exposición problemática, para asegurar la presencia de personal con formación y experiencia específicas, y para estandarizar en cierta medida la perspectiva de la gestión de créditos en escenarios de crisis del deudor. Las otras consecuencias, menos directas, de esta medida, son que la relación banco-empresa deviene más impersonal en casos de crisis y que, hasta cierto punto, se reemplaza la información “soft” con clasificaciones y otras técnicas de valoración del riesgo para evaluar y gestionar la crisis de la empresa;²¹

- la implementación a nivel interno de una serie de herramientas de monitorización de créditos y procedimientos e indicadores de alerta temprana (tanto a nivel de cartera de créditos como a nivel de cada prestatario), para identificar cuanto antes las señales de deterioro de clientes. También se recomienda a los bancos que desarrollen alertas automáticas a nivel de cada prestatario, de forma que se activen en caso de incumplimiento de alguno de los indicadores de alerta temprana. Cuando estos incumplimientos tengan lugar, los bancos deberían involucrar a las unidades de trabajo específicas para préstamos de dudoso cobro para evaluar la situación financiera del prestatario y para desarrollar soluciones personalizadas de recuperación en una fase muy temprana.²²

Por supuesto, la existencia de un sistema sofisticado para gestionar las exposiciones problemáticas a nivel interno del banco no evita que el deudor tome iniciativas autónomas anteriores a esos eventos desencadenantes (por ejemplo, primeros impagos) que activarían la unidad de trabajo específica para préstamos de dudoso cobro del banco y le harían tomar los primeros contactos. Efectivamente, el deudor siempre puede ser consciente de otros eventos significativos que permanezcan desconocidos para los acreedores y que puedan afectar a la solidez de la relación de crédito (véase el Capítulo 1), y en tal caso el deudor debería inmediatamente comenzar a planificar remedios por su cuenta, probablemente con la asistencia de asesores financieros.

Sin embargo, en las circunstancias anteriores, el deudor puede desperdiciar tiempo y recursos en idear un plan basado en concesiones que sus acreedores financieros no aceptarían, debido a las restricciones legales/operativas, o a factores idiosincráticos como su propia estrategia en materia de préstamos de dudoso cobro o los resultados de valoraciones internas sobre las expectativas de recuperación de ese segmento de exposiciones o, en algunos casos, de esa exposición concreta.

²¹ Puede entenderse que este enfoque disminuye la probabilidad de que la deuda sea reestructurada en comparación con los casos en los que participan las unidades de concesión de préstamos y en los que prevalecen las relaciones bancarias. La experiencia internacional (como la adquirida en el caso del Royal Bank of Scotland, sobre la cual puede consultarse A. DARR, ‘Internal Contractual Mechanisms for addressing Insolvency: a case study of RBS’, disponible en www.codire.eu) y los análisis económicos de los efectos de la toma separada de decisiones sobre reestructuración de deuda y del uso sistemático de técnicas de clasificación muestran que estas prácticas, al contrario, pueden mejorar sustancialmente la reestructuración financiera de compañías viables (véase G. MICUCCI, P. ROSSI, ‘Debt Restructuring and the Role of Banks’ *Organizational Structure and Lending Technologies*, (2017) 3 *J Financ Serv Res* 51).

²² Merece la pena recordar que estas expectativas de supervisión pretenden incentivar que los intermediarios tengan conductas eficientes y prudentes a la hora de gestionar riesgos crediticios; la acción de los bancos o la falta de iniciativas adecuadas en este sentido serán evaluadas por los supervisores y pueden desencadenar acciones por parte de estos. No pueden interpretarse, sin embargo, como que imponen a los bancos deberes específicos de información a los deudores o de tomar cualquier iniciativa para sustituir a los deudores inactivos. Los bancos pueden ofrecer ayuda o exigir a los prestatarios que busquen soluciones, y se recomienda que lo hagan por razones prudenciales, pero solo los prestatarios son responsables de gestionar las dificultades, como parte de su actividad empresarial, y en consecuencia pueden generar responsabilidad frente a otros interesados debido a su falta de acción temprana. Los bancos, por su parte, deberían evitar cualquier tipo de interferencia con la gestión empresarial de sus clientes, tanto en épocas de bonanza como en épocas de crisis.

3.2.2. Un enfoque cooperativo entre los deudores y los bancos

Como hemos señalado en el Capítulo 1, es importante promover un enfoque cooperativo entre los deudores y los bancos, lo cual puede conducir a la identificación temprana de la crisis y, por lo tanto, a soluciones que maximicen más el valor. Por lo tanto, es importante que el deudor aborde rápidamente (esto es, con los primeros indicios de la crisis) a sus acreedores financieros para comprobar con ellos los límites (legales u operativos) que existen, y dentro de los cuales debería producirse cualquier negociación en el caso de que la situación empeore. Los deudores deberían estar listos para proporcionar —con sujeción a los oportunos acuerdos de confidencialidad— cualquier información que pueda tener impacto sobre su solidez y que pueda resultar útil para que los prestamistas evalúen tempranamente la situación financiera del deudor y la posible activación de mecanismos de alerta temprana.

Los bancos, a su vez, deberían estar disponibles y dispuestos a proporcionar cualquier información relevante en este sentido. Igualmente, los bancos deberían compartir con los deudores que así lo deseen los resultados de las evaluaciones financieras, incluidos los análisis sectoriales, que se hayan llevado a cabo internamente en el contexto de su actividad de gestión de préstamos de dudoso cobro, siempre que estos resultados puedan anticipar la evolución de la crisis y puedan ayudar al deudor a identificar los remedios más eficaces y viables. Esto resultaría particularmente beneficioso para las pymes y micropymes, siempre que sea factible en la práctica, dado que estas empresas pueden no disponer de mecanismos adecuados de monitorización de riesgos o no poder costearse la asistencia de servicios de asesoramiento financiero cualificado.

Esto no significa que los acreedores financieros deban revelar con antelación su estrategia de negociación, antes de sentarse en la mesa. Sin embargo, sería una buena práctica que los prestamistas compartiesen cuanto antes con el deudor (ya en los contactos preliminares, si resulta factible) cualquier preocupación que pueda tener efectos sobre su consentimiento relativo a las medidas para cambiar el rumbo de la empresa (tanto si la preocupación proviene de medidas específicas impuestas por los supervisores como si está conectada con políticas internas en materia de préstamos de dudoso cobro y planes operativos).

Sin duda, un enfoque cooperativo exige un cambio de actitud tanto en los bancos como en las empresas. La investigación empírica muestra que los compromisos de largo alcance que permiten a los bancos mucha discrecionalidad (especialmente en el caso de las grandes empresas) y el miedo a la presión para reducir la exposición como consecuencia de la detección de los primeros indicios de una crisis (para todas las empresas), causan en los deudores una extendida tendencia a procrastinar en la comunicación con los bancos.²³ Debemos reconocer que, al menos a la luz de algunos casos en los cuales los bancos han abusado de su posición de fuerza, quizá este comportamiento esté justificado.²⁴ Paralelamente a procurar una mayor transparencia con los deudores, los bancos deberían estar sometidos al deber de buena fe consistente en no aprovechar la información que reciban para mejorar su propia posición a expensas de otros acreedores, pues ello dificulta (o incluso imposibilita) la reestructuración.

Guía de actuación #5.6 (Concienciación sobre las restricciones regulatorias específicas para los bancos involucrados en la reestructuración. Enfoque

²³ En este sentido apuntan los resultados de nuestra investigación cualitativa, especialmente en relación con España. Véase www.codire.eu.

²⁴ Nuevamente, véase nuestra investigación empírica cualitativa. El abuso raramente sale a la luz, aunque existen algunas excepciones notorias (véase A. Darr, *Internal Contractual Mechanisms for addressing Insolvency: a case study of RBS, supra*).

cooperativo entre bancos y deudores). Los deudores deberían concienciarse tempranamente sobre las consideraciones regulatorias que sus prestamistas harían desde un punto de vista regulatorio (también en relación con elementos de su propia estrategia en materia de préstamos de dudoso cobro y de su plan operativo) que, bajo ciertas circunstancias, pueden afectar materialmente su acercamiento a la reestructuración.

Para conseguir esta concienciación, el deudor debería contactar cuanto antes con sus prestamistas y compartir con ellos, al amparo de los oportunos acuerdos de confidencialidad, cualquier información relevante que pueda afectar negativamente a la solidez de su empresa o al valor de las garantías concedidas, y exigir, a cambio, ser informado tempranamente, en el inicio de cualquier negociación y en la medida de lo posible, de los elementos que conforman la estrategia del prestamista en materia de préstamos de dudoso cobro, así como de otras restricciones generales que puedan influir en la disposición del prestamista a la hora de hacer concesiones, o cierto tipo de concesiones, en un determinado contexto de crisis.

Los bancos no deberían aprovechar la información que reciban de los deudores para mejorar su propia posición en detrimento de los demás acreedores, y dificultado o imposibilitando la reestructuración.

Guía de actuación #5.7 (Evaluaciones financieras internas del deudor realizadas por el banco). Los bancos deberían compartir con los deudores que así lo deseen (tras la presentación de una solicitud razonada y en la medida de lo posible) cualesquiera resultados de las evaluaciones financieras internas, incluidos los análisis sectoriales, realizadas en relación con la situación del deudor o con el estado de un segmento de préstamo específico. Ello puede redundar en una mejor comprensión por parte del deudor de la seriedad de la crisis y en la identificación razonada de sus posibles remedios.

3.2.3. *El largo camino hacia la pérdida de la clasificación como exposiciones de dudoso cobro*

Como antes se ha explicado, los préstamos de dudoso cobro también están sujetos a rígidas expectativas en materia de información y supervisión, con la finalidad de incentivar un reconocimiento temprano de las pérdidas crediticias actuales y potenciales, así como para garantizar una estructura de capital que les proporcione una cobertura adecuada.²⁵

En términos generales, las exposiciones se califican como préstamos de dudoso cobro cuando:

- (a) El banco estima que probablemente no serán íntegramente pagadas sin tener que recurrir a la ejecución de las garantías, con independencia de si existen

²⁵ Las exposiciones son activos del balance que los bancos deben calibrar por referencia al riesgo subyacente (típicamente un riesgo de crédito y de contraparte) en el marco regulatorio aplicable. Los activos calibrados en función del riesgo se computan dentro de los ratios de capital como la referencia cuantitativa para calcular los fondos propios que los bancos deben mantener, como mínimo, para absorber pérdidas potenciales. Para ello, los bancos deben clasificar las exposiciones en función de su nivel de riesgo, esto es, en función de su probabilidad de (no) ser íntegramente satisfechas a su vencimiento: esta es la perspectiva microprudencial de cada banco. Las exposiciones de riesgo también son comunicadas periódicamente a los supervisores a efectos de supervisión macroprudencial, esto es, para la monitorización de los riesgos sistémicos, si los hay, del conjunto del sector financiero o de la economía real.

cantidades previas pendientes y del número de días que hayan pasado desde el vencimiento;

- (b) Han tenido un importe material previo pendiente durante más de 90 días, donde la materialidad se define por las autoridades competentes para reflejar un nivel razonable de riesgo (actualmente en Italia es el 5% del total de las exposiciones).²⁶⁻²⁷

Independientemente de su estado (de dudoso cobro o no), las exposiciones pueden clasificarse como “reestructuradas” (“forborne”) si el deudor, cuando experimenta (o está a punto de experimentar) dificultades a la hora de cumplir sus compromisos financieros, se beneficia de concesiones (que típicamente toman la forma de modificaciones del préstamo y/o refinanciaciones).²⁸

A los bancos les gusta, ciertamente, tener un margen de discrecionalidad, en algunos casos, para decidir qué exposiciones, de las que se han beneficiado de concesiones, deben clasificarse como préstamos de dudoso cobro o como crédito reestructurado normal (“performing forborne credit”).²⁹

Sin embargo, respecto a las exposiciones reestructuradas de dudoso cobro (“non-performing forborne”), de forma consistente con el marco regulatorio actual debería ser esencial identificar las condiciones bajo las cuales las exposiciones reestructuradas pueden salir de la categoría “de dudoso cobro” y entrar en la categoría “reestructuradas

²⁶ Conforme al artículo 178.2.d) del Reglamento (UE) n.º 575/2013 (CRR), la materialidad de una exposición ya vencida debe evaluarse conforme a un umbral definido por las autoridades competentes. Las condiciones conforme a las cuales una autoridad competente puede fijar el umbral al cual se refiere el apartado 2.d) han sido especificadas detalladamente en el Reglamento Delegado (UE) 2018/171 de la Comisión, que entrará en vigor no más tarde del 31 de diciembre de 2020. Este Reglamento establece un umbral absoluto y otro relativo: el importe vencido de una exposición se considera material cuando se incumplen ambos umbrales. El umbral absoluto no debe ser superior a 100 euros para exposiciones minoristas y a 500 euros para exposiciones mayoristas, y el umbral relativo puede ser inferior o igual al 2,5%.

²⁷ En algunas jurisdicciones, los préstamos de dudoso cobro pueden estar sujetos a clasificaciones adicionales a efectos de supervisión nacional, por ejemplo, por referencia a su nivel de riesgo, calculado en función tanto de la severidad de la situación del deudor (dificultades, crisis, inviabilidad o insolvencia) como de las iniciativas del banco (o la falta de las mismas) para superar esta situación. En Italia, por ejemplo, los préstamos de dudoso cobro se dividen en las siguientes subcategorías: préstamos malos; préstamos subestándar y préstamos vencidos e impagados. Todas estas subcategorías satisfacen todos los criterios de la Autoridad Bancaria Europea según se definen *supra* en (a) y (b).

²⁸ A modo de ejemplo, los bancos *deben* usar la categoría “en reestructuración” al menos para las modificaciones o quitas introducidas a favor del deudor en los préstamos. Se *espera* de ellos, aunque no están *obligados*, que lo hagan cuando se activan cláusulas de concesión preexistentes para remediar o impedir que una exposición permanezca vencida e impagada durante más de 30 días, o cuando se realizan modificaciones debido a impagos de más de 30 días actuales o potenciales en relación con exposiciones normales. En Italia, las normas nacionales prevén que cuando un pool de bancos “congela” temporalmente la concesión de crédito en anticipación de una reestructuración, esto no constituye en sí una medida de reestructuración, incluso si el periodo de congelación debe computarse como días de impago.

²⁹ Algunos ejemplos pueden ayudar a considerar las situaciones prácticas a las cuales se enfrentan los bancos. En concreto, como la clasificación crediticia aplicable es un estándar basado en principios, deja algún margen para la discrecionalidad. Esto ocurre típicamente cuando resulta discutible que algunas exposiciones reúnan las características para ser clasificadas como de dudoso cobro. En estos casos, los bancos que elijan usar la categoría “reestructurado normal” deben asegurarse de que su elección no pospone, al contrario, el necesario reconocimiento de una pérdida, ni tampoco oculta el verdadero deterioro de la calidad del activo.

En otros supuestos de reestructuraciones a través de concesiones, las exposiciones deben identificarse como “reestructuradas dudosas”. Algunos modelos de reestructuración, sin embargo, pueden dar lugar a distintas consecuencias. Por ejemplo, conforme a las normas prudenciales italianas, en el caso de una *venta de empresa en funcionamiento* a un tercero no relacionado que haya sido aprobada judicialmente, la exposición en la cual se subroga el adquirente debe ser clasificada como normal.

normales”. Solo cuando se cumplan las condiciones para que una exposición reestructurada salga de la categoría “de dudoso cobro”, el banco podrá liberar recursos y reflejar el cambio de clasificación en su balance. El cambio de una exposición reestructurada dudosa a una exposición normal no es ni inmediata ni automática, dado que descansa en la capacidad del deudor de seguir pagando, esto es, de reinstaurar una situación en la cual el pago es sostenible para el prestatario. Este efecto depende conjuntamente de que (i) el banco considere que no existen más incumplimientos/retrasos transcurrido un año desde la reestructuración, y (ii) transcurrido un año no existe, conforme a las medidas de reestructuración, ningún importe debido ni preocupación alguna en relación con el abono íntegro de la exposición conforme a las condiciones de la reestructuración (el llamado “periodo de cura”).³⁰

Acabar con la clasificación como préstamo de dudoso cobro es, por lo tanto, un camino largo y complicado, lo cual puede afectar negativamente a la disposición de los bancos a adoptar un rol activo en los procesos de reestructuración. Los prestamistas pueden, en efecto, no consentir ciertas medidas para solucionar la crisis que sean beneficiosas (y maximicen el valor), porque la concesión de medidas de reestructuración al amparo de un plan de rescate no implicará —debido al periodo de cura de un año— un beneficio inmediato en términos de reducción de los préstamos de dudoso cobro, reducción que representa el objetivo fundamental al cual deben orientarse las estrategias de los bancos en materia de préstamos de dudoso cobro.³¹ Este es un resultado particularmente indeseado en aquellos casos en los que existen elementos objetivos que muestran que el deudor, a pesar de atravesar dificultades temporales, sigue siendo viable y, con una reestructuración, el préstamo reestructurado sería, muy probablemente, pagado íntegramente y a tiempo. Como, bajo estas circunstancias, el riesgo subyacente volvería a niveles normales, sería esencial suavizar el régimen de clasificación para evitar el fracaso de un rescate viable por parte de un deudor en apuros.³²

3.2.4. Un posible camino abreviado

Una posible vía para mitigar los efectos adversos del régimen de clasificación como reestructurados podría ser, o bien el acortamiento del periodo de cura (por ejemplo, reduciéndolo a seis meses) una vez adquiera eficacia una medida de reestructuración sólida y creíble que implique concesiones, o bien —alternativamente— permitir que el préstamo salga inmediatamente de la categoría “de dudoso cobro” y adquiera un nuevo estatus que indicaría que se han realizado concesiones al amparo de un plan viable y a corto plazo. En ambas opciones, deberían exigirse salvaguardas específicas para demostrar que el deudor sigue siendo viable y que la deuda reestructurada es sostenible.

³⁰ Esto significa que el mero transcurso de un año no es suficiente, dado que deben cumplirse otras condiciones. En consecuencia, el periodo de cura puede durar más de un año.

³¹ Además (y lo que es más importante), el mantenimiento del estado de dudoso durante un año desde la reestructuración altera sustancialmente —como se analiza en detalle *infra* en el par. 3.2.6— la dinámica negociadora en relación con los duros efectos que la antigüedad de la exposición tiene sobre los requisitos de provisionamiento actualmente en desarrollo.

³² En 2014, el legislador español avanzó en incentivar el uso de los acuerdos de refinanciación (colectivos y homologados) al suavizar el marco regulatorio de los bancos. Las exposiciones sujetas a un acuerdo de refinanciación pueden ser reclasificadas como de “riesgo normal” siempre y cuando existan elementos objetivos que hagan probable el pago de las cantidades adeudadas bajo el acuerdo (véase la disposición adicional 1.^a del Real Decreto-ley 4/2014, desarrollada por el Banco de España mediante su Circular 4/2014, de 18 de marzo de 2014). Esta norma fue muy “generosa”, dado que establecía expresamente que, para evaluar el aumento de la probabilidad de pago, había que tener en cuenta las quitas y las esperas. Y, lo que es más importante (y también más controvertido), la reclasificación podía ejecutarse desde el mismo momento de la formalización del acuerdo de refinanciación: no era necesario esperar al transcurso de un periodo prudencial de ejecución para disminuir el riesgo en el balance del banco. La norma fue dejada sin efecto en enero de 2018, al entenderse que no era conforme con las normas comunitarias de clasificación de exposiciones.

Concretamente, para impedir que las medidas de reestructuración sean potencialmente mal empleadas para ocultar impagos, y dada la importancia de la clasificación como “de dudoso cobro” para la estabilidad del sistema financiero, el régimen de clasificación atenuado que aquí se sugiere debería restringirse a las concesiones otorgadas al amparo de acuerdos de reestructuración que tengan algún nivel de aseguramiento “reforzado” en cuanto a su capacidad para reinstaurar la viabilidad de la empresa y la capacidad del deudor para cumplir debidamente. Por lo tanto, proponemos reducir o eliminar el periodo de cura únicamente en relación con los planes de reestructuración confirmados por un tribunal, en los cuales un profesional independiente nombrado por el juez o designado de otra manera en el marco del proceso de reestructuración haya confirmado la solidez financiera post-confirmación del deudor, así como la capacidad esperada del plan para garantizar la devolución íntegra y temporánea del préstamo (en su importe originario o en un importe modificado).³³

La opción de la salida automática de la categoría “de dudoso cobro” sería más eficaz a la hora de promover la participación de los bancos en las negociaciones de reestructuración, porque implicaría beneficios inmediatos a efectos informativos en términos de clasificación de exposiciones.³⁴ Además, esta solución no parece incrementar los riesgos de que los impagos se reconozcan más tardíamente, siempre y cuando se establezcan las salvaguardas apropiadas para verificar la solidez del plan y evaluar la solvencia crediticia del prestatario. En efecto, la sugerencia de política legislativa que aquí se hace debería ser considerada a la luz del nuevo marco regulatorio en materia de gestión de préstamos de dudoso cobro, y en particular a la luz de los estrictos requisitos en materia de supervisión y evaluación que antes se han analizado (véase *supra*), que deberían permitir a los bancos detectar a tiempo cambios en la situación financiera del deudor durante todo el ciclo de vida de las exposiciones de crédito y modificar su estado clasificatorio consistentemente.

Recomendación de política legislativa #5.3 (*Excepciones al periodo de cura de un año tras la reestructuración*). Con la finalidad de incentivar la participación de los bancos en la negociación de planes de reestructuración, las normas relativas a los requisitos para la salida de las exposiciones de crédito del estado “de dudoso cobro” no deberían aplicarse cuando las concesiones se realicen en el contexto de un plan de reestructuración confirmado por un tribunal, en el cual un profesional independiente nombrado por el juez o designado de otra manera en el marco del procedimiento haya confirmado la solidez financiera post-confirmación del deudor, así como la capacidad esperada del plan para garantizar la devolución íntegra y temporánea del préstamo (en su importe originario o en un importe modificado).

3.2.5. *El largo camino hacia la pérdida de la clasificación como crédito reestructurado*

En el marco regulatorio actual, que una exposición reestructurada recupere el estado de normal (tras el año de cura) no afecta a su clasificación como reestructurado.

³³ Merece la pena llamar la atención sobre el hecho de que no estamos proponiendo un instrumento diferente de los contemplados en la Propuesta de Directiva, que no requieren necesariamente la opinión de un experto independiente. Creemos que el deudor y los acreedores no deben ser privados de la posibilidad de lograr una reestructuración exitosa, motivo por el cual un plan que, si bien quizá fracase, sea suficientemente serio (esto es, tiene más probabilidades de triunfar que de fracasar), debería ser confirmado (véase el Capítulo 4, par. 5.4.2). Dadas las tasas relativamente altas de fracaso que muestra la investigación empírica (<www.codire.eu>), sin embargo, sugerimos que las excepciones del periodo de cura de un año deberían limitarse a aquellos casos en los cuales existe una alta probabilidad de que el deudor permanezca solvente.

³⁴ Además, sería complicado identificar parámetros objetivos al amparo de los cuales decidir sobre la razonabilidad de una reducción de 6 meses o de cualquier otra duración.

Conforme a los “Implementing Technical Standards”, una exposición reestructurada puede clasificarse como puramente normal (esto es, abandonando el estado de reestructurado normal), únicamente cuando la normalidad se prolongue durante un periodo de prueba adicional de dos años, en los cuales deben realizarse pagos ordinarios de un importe no insignificante de principal o intereses al menos durante la mitad del tiempo, y siempre que al final del periodo de prueba ninguna exposición del deudor lleve vencida más de 30 días.

Esta regla también puede ser demasiado gravosa, porque durante el periodo de prueba los bancos deben realizar una monitorización más estricta de las exposiciones y, además, la clasificación como “reestructuradas” tiene repercusiones sobre las evaluaciones de la calidad de los activos. La monitorización de exposiciones reestructuradas normales durante el periodo de prueba es muy importante, no solo para verificar si se cumplen los requisitos para abandonar esta categoría; pueden existir acontecimientos que causen un cambio automático en el estado de la exposición y la devuelvan al estado de dudoso cobro. En particular, si una exposición reestructurada en el periodo de prueba que haya salido de la categoría de dudoso cobro es sometida a medidas de reestructuración adicionales, o si su pago se retrasa durante más de 30 días, entonces todas las exposiciones del deudor tienen que ser clasificadas nuevamente como de dudoso cobro, anulando así los beneficios de la reestructuración inicial.

La duración del periodo de prueba, sin embargo, no parece tener efectos disuasorios —como tales— sobre la participación de los bancos en la negociación de reestructuraciones; únicamente parece exigir a los bancos que lleven a cabo una evaluación profunda y cuidadosa de las expectativas de viabilidad a largo plazo del deudor, lo cual afecta, a su vez, a la disposición del banco a consentir un plan que no proporcione las garantías suficientes en este sentido.

Con independencia de los posibles cambios futuros en el tratamiento de distintos tipos de exposiciones reestructuradas (conforme a las líneas sugeridas más arriba en relación con el “periodo de cura”), los deudores deberían ser conscientes de que cualquier concesión que pretendan solicitar debe concebirse teniendo en cuenta, entre otros, las implicaciones de información que ello tiene para los prestamistas. Esto requiere, en particular, que las medidas de reestructuración se formulen en términos sólidos y creíbles, especialmente en lo que respecta a su actitud (en combinación con otros remedios, si es necesario) para restaurar la solidez financiera del deudor y para garantizar que su capacidad para cumplir ordinariamente se mantiene a medio-largo plazo. En concreto, las normas actuales implican que debe concederse un horizonte temporal de al menos un año de cumplimiento normal (o de ausencia de dudas sobre el deudor), como mínimo, porque este es el periodo de tiempo necesario para que la exposición deje de ser clasificada como de dudoso cobro. Los bancos, sin embargo, probablemente querrían perseguir un objetivo más ambicioso, esto es, la restauración del estado totalmente normal (no reestructurada), para lo cual un horizonte temporal de tres años debería ser el estándar mínimo. Incluso semejante estándar puede, incluso, ser insuficiente, ya que los acreedores financieros pueden razonablemente esperar que el deudor persiga una viabilidad a largo plazo, para así evitar —en particular— el riesgo de recurrir a más de una reestructuración, puesto que ello puede suponer un obstáculo para abandonar el estado de dudoso cobro.

Guía de actuación #5.8 (*Duración mínima del cumplimiento normal esperado bajo el plan*). A la hora de negociar concesiones con los bancos, los deudores deberían considerar la viabilidad de las acciones propuestas para solucionar la crisis a la luz de los efectos que previsiblemente tendrán sobre los prestamistas en términos de clasificación de exposiciones y requisitos de información.

A estos efectos, cualquier medida de reestructuración propuesta por el deudor debería ser concebida en términos creíbles y sobre la base de sólidas valoraciones relativas a la capacidad de la medida para restaurar y mantener la robustez financiera y la capacidad de cumplimiento del deudor a largo plazo y, en cualquier caso, en un horizonte temporal de al menos tres años.

3.2.6. Los efectos disuasorios que las reglas de provisionamiento tienen sobre la participación de los bancos en las reestructuraciones

En atención a la clasificación de las exposiciones y a la ponderación de los riesgos correspondientes, también se exige a los bancos que reserven unos niveles mínimos de capital para cubrir las pérdidas causadas por los préstamos de dudoso cobro, para así cumplir las expectativas de los reguladores. En caso de que un banco no reserve el nivel mínimo aplicable, se deduciría este importe de sus fondos propios.

En este sentido, las guías de actuación confeccionadas por los supervisores establecen unos niveles cuantitativos de provisionamiento comunes y sustancialmente rígidos.³⁵ Estas expectativas de los supervisores se han ideado con la finalidad de eliminar *de facto* el grado de discrecionalidad que las instituciones de crédito todavía tienen a la hora de determinar los niveles de cobertura de exposiciones de dudoso cobro, y así lograr que converjan las prácticas de provisionamiento de los bancos.

De acuerdo con las guías de actuación recientemente publicadas, los niveles de provisionamiento que esperan las autoridades supervisoras dependen de:

- (i) Si el préstamo está garantizado (en todo o en parte) o incorpora algún otro mecanismo de mitigación del riesgo, y
- (ii) El tiempo transcurrido desde que la exposición fue clasificada como de dudoso cobro.

En particular, se espera del banco que cree una provisión que cubra completamente las exposiciones garantizadas (o partes de las mismas) transcurridos siete años desde el momento en el que devinieron de dudoso cobro. La provisión de cobertura para exposiciones garantizadas debe incrementarse progresivamente de acuerdo con la antigüedad, a saber: 40% transcurridos tres años, 55% transcurridos cuatro años, 70% transcurridos cinco años y 85% transcurridos seis años (factores de provisionamiento). Estas expectativas de los supervisores resultan aplicables a todas las exposiciones de los bancos relevantes que hayan sido clasificadas como nuevas de dudoso cobro a partir de abril de 2018, pero el BCE solo comenzará a monitorizar el cumplimiento de estos requisitos a partir de 2021.³⁶

Es razonable esperar que estas duras medidas incrementen de forma significativa el número de cesiones de préstamos de dudoso cobro por parte de los bancos, dado que mantener estos préstamos dudosos en su contabilidad incrementará, en última instancia, el coste del capital. El recurso a cesiones masivas de créditos —con importantes efectos de depreciación— será probablemente más intenso para las instituciones de crédito

³⁵ Un enfoque similar es el contenido en la propuesta de Reglamento de Reforma del CRR. Aunque la propuesta de Reglamento pretende introducir requisitos comunes de provisionamiento aplicables a todas las instituciones de crédito establecidas en los Estados miembros de la UE (las antes mencionadas *EBA draft guidelines*), el Apéndice a la Guía del BCE —como se ha dicho— especifica las expectativas de supervisión (no vinculantes) del BCE para las instituciones de crédito significativas que son directamente supervisadas por el BCE al amparo del Mecanismo Único de Supervisión.

³⁶ La barrera prudencial de la propuesta de Reglamento aplicaría, por el contrario, a todos los bancos y solo a las exposiciones originadas después del 14 de marzo de 2018, y no a exposiciones previas.

establecidas en aquellos Estados miembros de la Unión Europea que padezcan regímenes largos e ineficientes de insolvencia y de recuperación de crédito.³⁷

Lo que parece claro llegados a este punto es que el papel e implicación de los bancos en las reestructuraciones se verán muy probablemente afectados por las nuevas reglas prudenciales de provisionamiento.

Ciertamente, los bancos probablemente muestren interés en participar en la negociación de planes de reestructuración³⁸ siempre y cuando el proceso de reestructuración y la ejecución del plan se produzcan antes de que se requiera una cobertura total mediante provisiones (esto es, en el plazo de dos o siete años, respectivamente, para los préstamos no garantizados y para los garantizados, una vez que el crédito se clasifique como de dudoso cobro). Una vez que se produzca un incumplimiento total y el capital del banco quede afectado para absorber la pérdida, los bancos tendrán escasos incentivos para participar activamente en las negociaciones, y pueden pretender sin más el cobro de cualquier cantidad que sea recuperable de las exposiciones morosas, al estar ordinariamente más inclinados a buscar las soluciones más sencillas, con independencia de si ello puede perjudicar las probabilidades de recuperación del deudor.

Además, merece la pena llamar la atención sobre el hecho de que, incluso *antes* de que el banco deba garantizar un provisionamiento completo, las reglas sobre provisionamiento pueden alterar significativamente los incentivos del banco para participar en la negociación de reestructuraciones. Teniendo en cuenta el actual régimen de clasificación antes descrito, a menos que el plan contenga una quita y el pago inmediato del resto de la deuda, el banco puede no tener interés suficiente en la reestructuración (al menos en relación con las exposiciones no garantizadas), dado que el final del periodo de prueba de un año que se requiere para perder la condición de dudoso difícilmente tendrá lugar antes del periodo de dos años que determina la necesidad de dotar una provisión completa.

El resultado es que una propuesta de reestructuración, en lo que respecta a las exposiciones no garantizadas, resulta más atractiva para los bancos desde una perspectiva prudencial, si se alcanza y ejecuta en el plazo de un año desde que el préstamo fue clasificado como de dudoso cobro. De hecho, cualquier reestructuración acordada una vez transcurrido ese año no impedirá la necesidad de dotar una provisión íntegra en el plazo de dos años (como se ha mencionado, el préstamo puede perder la categoría de dudoso cobro solo tras un año de cumplimiento regular, o bien cuando el deudor haya demostrado de otra manera —al final del ejercicio— su capacidad para cumplir). Si la adopción y ejecución de un plan de reestructuración no puede razonablemente esperarse en ese plazo, el interés del banco será principalmente el pago parcial inmediato, en lugar de otras concesiones (por ejemplo, una espera) que, de todas maneras, darán lugar a la necesidad de dotar una provisión completa.

³⁷ Las preocupaciones relativas a la homogeneización del terreno de juego que causa esta divergencia en los efectos de los requisitos comunes de provisionamiento a lo largo de Europa se verían mitigadas —así lo desean las instituciones comunitarias— por el impacto de otras reformas que están siendo contempladas para abordar el problema de los préstamos dudosos. La Propuesta de Directiva, en primer lugar, con su objetivo de que se establezcan marcos comunes de reestructuración preventiva en todos los Estados miembros, debería contribuir a mejorar la eficiencia de los procedimientos de reestructuración dentro de la UE. Además, la ejecución de garantías inmobiliarias debería beneficiarse considerablemente de la introducción de procedimientos abreviados de ejecución extrajudiciales, como el previsto en la propuesta de Directiva sobre los administradores de créditos.

³⁸ A menos que tengan un fuerte incentivo para contribuir a la supervivencia del deudor, para así mantener una relación a largo plazo con un cliente estratégico que todavía consideran viable.

En relación con las exposiciones garantizadas, los bancos podrían considerar los efectos de un provisionamiento parcial del tercer al sexto año de antigüedad, estando por lo tanto más inclinados a aceptar —en principio— sacrificios que ya incorporen el porcentaje de provisionamiento parcial exigido. De nuevo, sin embargo, el acuerdo de reestructuración debería alcanzarse como tarde en el plazo de un año antes de la fecha límite para el provisionamiento total (esto es, antes del final del sexto año de antigüedad), ya que, después, el prestamista financiero puede no estar ya dispuesto, al menos en principio, a hacer concesiones que evitarían la liquidación concursal del deudor sin afectar, no obstante, a la clasificación como de dudoso cobro de la exposición (que permanecería como dudosa hasta la fecha límite para el provisionamiento completo).³⁹

3.2.7. Conclusión: la necesidad de empezar las negociaciones de forma temprana

El régimen clasificatorio actual y las prácticas operativas que se recomiendan para la gestión de préstamos de dudoso cobro, junto al severo sistema de provisiones, parecen claramente orientados a transmitir el mensaje de que los préstamos problemáticos deberían ser tratados en una fase muy temprana y desencadenar acciones rápidas por parte de los bancos, en su propio interés. En efecto, cualquier negociación, para que pueda ser desarrollada de manera útil por parte del deudor, debería comenzar antes de que la exposición sea calificada como de dudoso cobro, esto es, en cuanto surjan tensiones. Después de ese momento, el espacio para las concesiones de los bancos se limita considerablemente.

Sin embargo, en términos generales, la imposición de un provisionamiento rápido e íntegro para los préstamos de dudoso cobro seguramente haga que los bancos busquen soluciones a corto plazo que pueden resultar perjudiciales para las probabilidades del deudor de recuperarse, lo cual puede, a su vez, resultar ineficiente para el conjunto del sistema.

Además, debido a las reglas prudenciales antes descritas, el deudor puede tener incentivos, en algunos casos, para retrasar estratégicamente el pago, ya que el banco podría estar más inclinado a otorgar concesiones una vez el crédito sea clasificado como de dudoso cobro, ante la amenaza de tener que provisionarlo completamente. Sin embargo, por una parte, esto puede ser verdadero, como antes se ha señalado, solo en la medida en que el retraso no afecte a la posibilidad de adoptar y ejecutar (al menos en relación con el crédito bancario) un plan de reestructuración creíble en el plazo de un año que se exige para que la exposición pueda perder el estado de dudosa antes de que el provisionamiento sea obligatorio. Por otra parte, los deudores deberían tener en cuenta que los bancos, debido a las restricciones legales, pueden ejecutar una “estrategia de salida” mediante la cesión del préstamo dudoso a un tercero, en cuanto estimen que una reestructuración satisfactoria no resulta viable. En tal caso, el cesionario (una nueva contraparte contractual) será quien se siente en la mesa de negociación con el deudor.

Adicionalmente, los incentivos antes mencionados para los bancos pueden ser menos significativos en relación con préstamos garantizados con activos muebles o inmuebles que se benefician de la “ejecución abreviada extrajudicial de garantías” (“accelerated extrajudicial collateral enforcement”, AECE), que podría preverse en la Propuesta de Directiva sobre los administradores de créditos, actualmente en tramitación. En efecto, los prestamistas financieros garantizados que hayan incluido una cláusula AECE en sus contratos de préstamo podrían decidir activarla, en lugar de participar en negociaciones con el deudor. La versión actual de la Propuesta de Directiva aclara que la

³⁹ Aún así, debe reconocerse que, para exposiciones garantizadas, un acuerdo de reestructuración que devenga eficaz un año antes de la fecha límite para el provisionamiento íntegro tampoco resultaría muy atractivo para los bancos, puesto que, en ese momento, ya tendrían que haber provisionado el 85% de la exposición.

AECE no puede ser activada si se ha iniciado un procedimiento de reestructuración preventiva y se ha acordado la suspensión de ejecuciones. Sin embargo, esto no impediría que los prestamistas activen la AECE a pesar de la pendencia de las negociaciones sobre un acuerdo extrajudicial, obstaculizando así el intento de reestructuración del deudor. Cualquier estrategia de reestructuración que incluya a acreedores financieros con esa cláusula especial de ejecución debería considerar que será difícil obtener su consentimiento, a menos que se les conceda la recuperación del valor íntegro de mercado de la garantía tan rápidamente como en una ejecución extrajudicial.

Guía de actuación #5.9 (Inicio temprano de la negociación de reestructuraciones). Las negociaciones de planes de reestructuración deberían comenzar tan pronto surjan las primeras señales de crisis y, si es posible, antes de que las exposiciones de crédito sean clasificadas como de dudoso cobro. El plan debería estar diseñado para garantizar que cualquier concesión se acuerde y devenga eficaz no más tarde de un año antes del momento en el cual el banco debe provisionar íntegramente el crédito.

3.2.8. Los bancos como socios importantes en la reestructuración y la cuestionable presión para vender los préstamos de dudoso cobro que puedan ser exitosamente reestructurados. Recomendaciones de política legislativa

La introducción de exigencias de provisionamiento más estrictas, como se ha dicho, creará incentivos para que los bancos cedan préstamos dudosos más frecuentemente, para así reducir los costes de gestionar exposiciones problemáticas. Este resultado puede estar justificado a corto plazo, siempre y cuando el enfoque de emergencia antes mencionado sea necesario para solventar el problema del volumen extraordinario de préstamos de dudoso cobro en los balances de los bancos. Sin embargo, tolerar este enfoque en el futuro en relación con la gestión de préstamos dudosos en el contexto de operaciones bancarias ordinarias resultaría cuestionable desde un punto de vista de política legislativa. La investigación muestra que los especialistas en reestructuraciones consideran muy importante la continuación de las relaciones bancarias de las empresas en dificultades, tanto por la información específica de la empresa que poseen como por su capacidad de mantener y conceder crédito, apoyando así a la empresa durante la ejecución del plan.⁴⁰ La transferencia de los acuerdos de crédito a los administradores de créditos puede ser una opción neutral, si la estrategia más eficiente es el puro y simple reembolso del préstamo, pero puede poner en peligro reestructuraciones que también serían posibles y que todavía requieren socios bancarios activos.

En teoría, los bancos todavía pueden jugar un papel importante en todos los casos en los que las negociaciones con los deudores comienzan en fases muy larvarias de la crisis, esto es, cuando, a la vista del marco antes descrito, la acción temprana de los bancos podría impedir el deterioro de una exposición crediticia y su entrada en la categoría de dudoso cobro. En estas situaciones (que pueden ocurrir, esencialmente, en los primeros 90 días tras el vencimiento, y solo si los bancos no consideran que las exposiciones probablemente no se paguen), los bancos deberían intentar ayudar al deudor a restaurar la viabilidad a largo plazo de la empresa, en lugar de hacer concesiones en una relación

⁴⁰ El riesgo de que la cesión de préstamos a los administradores de créditos pueda forzar la transición al estado de “préstamos malos” de UTPs que puedan haber sido reestructurados es percibido como intenso por parte de los profesionales italianos entrevistados, y también fue señalado por uno de los ponentes (Stefano Romanengo, gestor de reestructuraciones) en la Conferencia, celebrada en Roma el 27 de junio de 2018, en la cual se presentaron los resultados de la investigación a los expertos italianos. Véase P. CARRIÈRE, ‘Il prevedibile impatto per il sistema finanziario e imprenditoriale italiano della proposta di direttiva sullo sviluppo dei mercati secondari di NPL’, abril 2018, disponible en www.dirittobancario.it.

deudor-acreedor puramente bilateral, y mucho menos incrementar su protección (mediante garantías). Sin embargo, lograrlo en este corto lapso temporal puede ser difícil cuando el deudor en dificultades tiene una estructura grande y compleja y tiene que negociar con muchos prestamistas. Bajo estas circunstancias, la coordinación puede resultar extremadamente problemática y costosa, y una cesión temprana a los compradores profesionales de créditos puede, una vez más, ser una solución más eficiente.

En este marco regulatorio, los bancos pueden entonces ser forzados a considerar que la perspectiva de una reestructuración temprana es, simplemente, poco realista, y en consecuencia rechazar participar en negociaciones (presentes o futuras). Ello debería allanar el camino para que los administradores de créditos se conviertan en los actores principales de las reestructuraciones. Esta consecuencia, probablemente, no deba ser bienvenida, dado que están peor equipados para prestar asistencia (a través de financiación provisional o simplemente mediante la renovación de líneas de crédito preexistentes) a exposiciones que, si bien son problemáticas, todavía podrían experimentar una evolución positiva. El resultado no deseado sería que menos empresas serían capaces de superar una situación temporal de dificultades financieras, y más empresas devendrían insolventes a pesar de que ello hubiese podido evitarse.

Como se ha dicho, para evitar este resultado (que, entre otros efectos, distorsionaría el mismísimo papel de los bancos como proveedores institucionales de crédito y asuntos profesionales de riesgos) debería considerarse un régimen de provisionamiento más suave. Por ejemplo, y especialmente si no se introducen excepciones en el periodo de cura de un año tras la reestructuración (al menos en los casos, como se ha sugerido más arriba, de planes de reestructuración sólidos y confirmados judicialmente),⁴¹ no solo debería ampliarse el lapso temporal antes del cual se requiera un provisionamiento completo, sino que este efecto debería tener lugar cuando no existan perspectivas razonables de recuperar cantidad alguna del préstamo. En el mismo sentido, los niveles cuantitativos de provisionamiento no deberían establecerse rígidamente en correspondencia con la antigüedad, con independencia de la situación financiera real del deudor y sus perspectivas de recuperación.

El cómputo de la antigüedad también debería adaptarse al hecho de que el deudor se ha reestructurado. Por lo tanto, después de cualquier medida de reestructuración, el cómputo de la antigüedad para la exposición reestructurada, ya sea en su importe originario o modificado, debería suspenderse, y solo debería reanudarse si la exposición continúa siendo dudosa al cabo del plazo que razonablemente sea necesario para lograr una reestructuración exitosa. Los reguladores podrían establecer, por ejemplo, que el cómputo de la antigüedad se reanude si la exposición sigue siendo dudosa transcurridos tres años, plazo en el cual la práctica habitual considera que un plan, si tiene éxito, puede restaurar la viabilidad de la empresa.

Este plazo es considerablemente mayor que el periodo de cura mínimo de un año que establecen los “Implementing Technical Standards” (ITS) de la Autoridad Bancaria Europea, el cual, sin embargo, no es la única condición que debe cumplirse para salir de la categoría de préstamo dudoso reestructurado, sino que deben darse otras condiciones necesarias,⁴² que en la práctica podrían hacer que el periodo de cura para estas

⁴¹ En cualquier caso, el periodo de cura seguiría siendo aplicable en relación con otras medidas de reestructuración, por ejemplo, con las acordadas en un acuerdo extrajudicial.

⁴² De acuerdo con los “Implementing Technical Standards” (ITS) de la Autoridad Bancaria Europea, cuando se extienden las medidas de reestructuración a las exposiciones dudosas, puede considerarse que las exposiciones han dejado de ser dudosas solo cuando se cumplen las siguientes condiciones:

- (a) La extensión de la reestructuración no conduce al reconocimiento de un impago o un incumplimiento;

exposiciones sea todavía más largo. Además, los factores de provisionamiento que resulten aplicables deberían calibrarse en atención a las expectativas reales de recuperación de la exposición, considerando también el valor de recuperación de las garantías en el caso de las exposiciones garantizadas, identificado por los bancos con las herramientas especiales de monitorización de préstamos dudosos que deben incorporar conforme a las guías de actuación impuestas por los supervisores. En efecto, en lugar de cargar a los bancos con riesgos que se añadan al riesgo ordinario de contraparte que asumen y evalúan debidamente en el momento de concesión inicial de un préstamo, deberían implementarse adecuadamente los nuevos estándares regulatorios en materia de gestión de préstamos dudosos (como establecen las guías del BCE y las normas nacionales para los bancos menos significativos), para asegurar que las evaluaciones en profundidad, las técnicas de monitorización y los mecanismos de alerta que contemplan los estándares de supervisión recientemente introducidos sean correctamente empleados por los bancos para detectar cualesquiera cambios en los niveles de riesgo durante todo el ciclo de vida de la relación crediticia.

Recomendación de política legislativa #5.4 (*Efectos prudenciales de la antigüedad de las exposiciones*). Los requisitos de provisionamiento deberían calibrarse en función del nivel real de riesgos de las exposiciones de crédito, según verifiquen y evalúen continuamente los bancos sobre la base de parámetros confiables y objetivos.

Tras cualquier medida de reestructuración al amparo de la cual se prevea el pago de un importe, ya sea el originario o uno modificado, el cómputo de la antigüedad debería suspenderse una vez se acuerde la medida, y solo debería reanudarse si la exposición continúa siendo dudosa al final del plazo que razonablemente sea necesario para lograr una reestructuración exitosa, y en todo caso transcurridos tres años.

En cualquier caso, el provisionamiento íntegro debería exigirse solo y en la medida en que las evaluaciones del riesgo realizadas sobre parámetros objetivos y confiables muestren que no existen expectativas residuales de recuperación en un plazo razonable.

3.3. La gestión de la coordinación y los problemas de disidencia en la negociación con los bancos

La intensa regulación a la cual están sometidos los bancos y los requisitos específicos que deben cumplir en la gestión de deudas en dificultades hacen que la posición de los bancos sea sustancialmente distinta de la de los demás acreedores. En la mayoría de los casos, los acreedores financieros tienden a compartir restricciones semejantes y, al menos en términos amplios, intereses similares.

Por lo tanto, los legisladores pueden considerar regular procedimientos de reestructuración u otras medidas diseñados específicamente para los acreedores financieros o, al menos, que permitan restringir el grupo de acreedores afectados

-
- (b) Ha transcurrido un año desde que se extendieron las medidas de reestructuración;
 - (c) No existen, conforme a las medidas de reestructuración, ningún importe vencido ni preocupaciones en relación con el pago íntegro de la exposición de acuerdo con las condiciones posteriores a la reestructuración. Puede considerarse que ya no existen estas preocupaciones cuando el deudor ha pagado, mediante sus pagos ordinarios de acuerdo con las condiciones posteriores a la reestructuración, un total igual al importe que anteriormente estaba vencido e impagado (si existían cantidades impagadas) o que ha sido objeto de una quita (si no existían cantidades impagadas) al amparo de las medidas de reestructuración, o si el deudor ha demostrado de otra manera su capacidad de cumplir las condiciones posteriores a la reestructuración.

exclusivamente a los financieros.⁴³ Estos acuerdos de refinanciación —habitualmente negociados extrajudicialmente y con efectos limitados a los acreedores financieros—⁴⁴ deberían estar dirigidos a superar una situación de falta de liquidez y a prevenir la insolvencia, protegiendo a todas las partes involucradas frente a acciones de reintegración en caso de posterior apertura de un procedimiento de insolvencia.⁴⁵

Sin embargo, aunque los acreedores financieros suelen tener los intereses alineados, pueden darse circunstancias en las cuales algunos acreedores se opongan a una reestructuración pensada en interés del conjunto de acreedores, ya sea disidiendo de forma oportunista o sobre la base de distintos intereses y restricciones económicas.⁴⁶ Estas discrepancias son obviamente más probables cuando existe un elevado número de bancos implicados en el proceso de reestructuración. La existencia de intereses y restricciones diferentes puede, en efecto, obstaculizar la coordinación entre acreedores financieros y dar lugar a problemas de disidencia susceptibles de comprometer el proceso de reestructuración. Por este motivo, es importante contar con mecanismos jurídicos que permitan que se alcance un acuerdo con una determinada mayoría de acreedores financieros y este sea obligatorio también sobre los prestamistas disidentes o ausentes, si se cumplen unos términos y condiciones equitativos y razonables.

Además, para facilitar la negociación con los bancos (y, en realidad, también la negociación entre los bancos) sobre una reestructuración, debería animarse a los bancos a que acuerden códigos de conducta o protocolos procedimentales comunes (inspirados, de alguna manera, en el llamado “London Approach”). Esto obligaría a los bancos a establecer un conjunto de reglas procedimentales para promover la cooperación, como por ejemplo:

- El nombramiento de un comité supervisor para facilitar el diálogo entre los bancos con miras a objetivos preestablecidos y con cumplimiento de determinados plazos;
- Basar las discusiones en información confiable que deberá ser verificada por un experto independiente;
- El establecimiento de un deber de equidad hacia los otros bancos implicados (que implique, por ejemplo, no vender créditos a un comprador que el banco sepa que impedirá la reestructuración, y/o requerir al comprador que siga participando en los comités de coordinación establecidos por los bancos y que adopte una actitud cooperativa con el coordinador de los bancos).

⁴³ Este es el caso de los “schemes of arrangement” del Reino Unido que, si bien no están diseñados específicamente para negociar con acreedores financieros (y, de hecho, ni siquiera constituyen un procedimiento de reestructuración desde el punto de vista formal), pueden emplearse para sacar adelante una reestructuración que afecte solo a determinadas categorías de acreedores, incluidos los financieros.

⁴⁴ Véanse el “accordo di ristrutturazione con intermediari finanziari” italiano y el “acuerdo de refinanciación homologado” español.

⁴⁵ Como ha mostrado la evidencia empírica en todas las jurisdicciones implicadas, los acreedores financieros suelen estar más dispuestos a acordar una reestructuración que cualquier otro tipo de acreedores.

⁴⁶ Por ejemplo, distintos prestamistas pueden tener relaciones diferentes con el deudor (algunos pueden tener un interés en continuar haciendo negocios con el deudor en el futuro, otros pueden tener un interés a corto plazo en recuperar su crédito). También pueden hallarse bajo niveles diferentes de presión para resolver un préstamo problemático, debido a las características concretas de su cartera de créditos o de su exposición al sector específico en el cual opera el deudor. Además, si alguno de los acreedores financieros tiene protección de crédito —seguro de crédito o swaps de cobertura de crédito—, su interés puede estar en conflicto con el del resto del grupo, y puede tener incentivos para forzar que la reestructuración adopte una forma que active sus derechos contra las contrapartes de riesgo, o incluso para empujar al deudor a la insolvencia formal.

Recomendación de política legislativa #5.5 (Reestructuración limitada a los acreedores financieros). La ley debería establecer procedimientos de reestructuración o medidas que solo tengan efectos sobre (o cuyos efectos puedan limitarse a) los acreedores financieros, sin afectar a los acreedores no financieros que no presten su consentimiento.

Recomendación de política legislativa #5.6 (Adopción de códigos de conducta por parte de los bancos). Debería animarse a los bancos a adoptar códigos de conducta para promover la coordinación entre prestamistas, la verificación independiente de la información y la equidad durante las negociaciones.

3.4. La negociación con los administradores de créditos

Entre otras cosas, las instituciones comunitarias están basando la estrategia para afrontar el problema de los préstamos de dudoso cobro en la promoción del desarrollo de mercados secundarios eficientes para este tipo de préstamos.

En este sentido, la Propuesta de Directiva sobre administradores de créditos contiene un conjunto de normas comunes que regulan a los compradores especializados de créditos que serán autorizados a operar dentro de la Unión Europea. Se espera que su presencia, probablemente más activa en el mercado de la deuda en dificultades, cambie todavía más el escenario en el cual se produce la negociación de reestructuraciones. Por una parte, los fondos e inversores especializados en préstamos dudosos pueden tener una visión más especulativa y menos cooperativa en relación con los deudores durante la negociación de la reestructuración. Por otra parte, sin embargo, estos agentes profesionales podrían estar en una mejor posición para apoyar al deudor en una situación de crisis, en comparación con los bancos.

Por supuesto, los administradores de créditos pueden actuar con más flexibilidad que los bancos, dado que no se enfrentan a las mismas restricciones regulatorias. Además, al invertir en préstamos dudosos del mismo deudor, con la finalidad de tomar el control del proceso de reestructuración, pueden mejorar la probabilidad de éxito del mismo. Los fondos privados también están mejor equipados que los bancos comerciales (también debido a restricciones regulatorias menos invasivas en materia de titularidad de acciones) para invertir en acciones asignadas a través de capitalización de créditos, ya que probablemente estén más dispuestos a reflotar las compañías afectadas.

Sin embargo, que los bancos sean completamente reemplazados por compradores profesionales de créditos en la gestión de las reestructuraciones no parece ser —como antes se ha indicado— un resultado deseable. Al contrario, parece más conveniente una aproximación más equilibrada, en la cual el préstamo dudoso sea gestionado por la entidad (banco o administrador de créditos) que, en cada caso concreto, tenga capacidad para recuperar más valor.

4. La negociación con otros tipos de acreedores

4.1. Diversificación de los incentivos y preferencias de los acreedores

Como se ha comentado al hilo del deber de actuar de buena fe (par. 2.3), los acreedores pueden tener incentivos y preferencias muy distintas. El punto de vista tradicional, conforme al cual los acreedores, considerados en su conjunto, se mueven por el objetivo de maximizar el valor presente de sus créditos, es una simplificación, sin duda muy útil, pero que no da cuenta del amplio abanico de funciones de utilidad que pueden tener los acreedores.

Por ejemplo, parece evidente que la motivación de los bancos es la maximizar toda su cartera de préstamos en dificultades, y no maximizar la recuperación correspondiente a una concreta empresa en crisis. Por lo tanto, los bancos pueden, en ocasiones, adoptar posiciones que son ineficaces desde la perspectiva de un determinado acuerdo de refinanciación, pero que el banco considera eficientes para maximizar el valor presente de toda la cartera de préstamos dudosos (por ejemplo, hundir una reestructuración para transmitir a los jugadores del mercado una cierta política interna considerada apropiada para permitir una mayor recuperación a nivel agregado). Además, los trabajadores pueden estar inclinados a aceptar soluciones que no les proporcionan la mejor tasa de recuperación posible, si con ello se permite la continuación de la empresa. En este sentido, son innumerables los posibles ejemplos de intereses legítimos de los acreedores que difieren del propósito aparentemente inflexible de maximizar el valor presente de los créditos.

A resultas de esta heterogeneidad de los incentivos y preferencias de los acreedores, el deudor debería asumir una perspectiva diferente a la hora de conducir las negociaciones sobre el plan de reestructuración con los distintos tipos de acreedores.

4.2. La negociación con los trabajadores

En cualquier crisis, la negociación efectiva con los trabajadores es muy importante para el éxito del intento de reestructuración, debido a su particular papel y posición.

Por un lado, los trabajadores suelen estar intensamente a favor de la reestructuración, ya que su éxito a menudo resulta esencial para que mantengan su puesto de trabajo.⁴⁷ Pueden considerar que conviene a su interés apoyar un plan, aunque esto les perjudique de cara al escenario alternativo de la liquidación formal desde un punto de vista de la recuperación de sus créditos siempre y cuando la adopción del plan les permita mantener sus trabajos (especialmente debido a la circunstancia de que, en varias jurisdicciones, incluidas Italia y España, los créditos de los trabajadores tienen preferencia de cobro sobre el patrimonio del deudor).⁴⁸ Los trabajadores tienen inevitablemente en cuenta, a la hora de tomar una decisión, el riesgo de perder su puesto de trabajo y la probabilidad de encontrar un empleo alternativo apropiado. Además, especialmente en las pymes, los trabajadores pueden tener también vínculos personales con el empresario que les impidan rechazar la propuesta de reestructuración.

Por otra parte, los trabajadores son casi siempre “proveedores” de aportaciones estratégicas de cara a la continuación de la empresa, lo cual hace que su consentimiento a la reestructuración sea extremadamente importante. En otras palabras, la ejecución exitosa de la reestructuración depende fuertemente de la retención de empleados clave, los cuales, dicho sea de paso, son los más proclives a oponerse al plan de reestructuración, porque probablemente tengan alternativas adecuadas a alcanzar un trato con el empresario.

Téngase en cuenta, también, que las negociaciones con los trabajadores suelen estar reguladas más intensamente que las negociaciones con otras categorías de acreedores. La característica más relevante es que estas negociaciones no pueden, en

⁴⁷ La actitud cooperativa (y resignada) que los empleados muestran durante la negociación de la reestructuración ha sido enfatizada unánimemente durante las entrevistas llevadas a cabo en España. Véanse los resultados de la investigación empírica española, disponibles en www.codire.eu.

⁴⁸ La preferencia otorgada a los créditos de los trabajadores está sólidamente fundamentada en argumentos sociales y económicos (como el hecho de que los trabajadores no son libres para diversificar su inversión).

muchas jurisdicciones, producirse con carácter individual, sino que deben llevarse a cabo de forma colectiva, incluyendo, por ejemplo, a los sindicatos.⁴⁹

Para negociar de forma eficaz con los trabajadores, el deudor debería centrarse en ofrecer incentivos atractivos que puedan disuadir a los trabajadores más cualificados de aceptar ofertas de trabajo alternativas. Esto es importante para neutralizar, o al menos reducir, el riesgo de selección adversa, que llevaría a la empresa a retener solo a los trabajadores menos cualificados o menos productivos una vez adoptado el plan de reestructuración, lo cual reduciría considerablemente sus posibilidades de supervivencia. Este riesgo es particularmente intenso en las empresas que requieren competencias muy especializadas, en las cuales los activos intangibles son el saber hacer y las capacidades de los trabajadores. Esta es la razón por la cual, paradójicamente, cuando la empresa atraviesa dificultades y se inician las negociaciones de la reestructuración, llega un momento en el cual resulta crucial la implementación de un esquema eficaz de incentivos. Con miras a retener los mejores empleados, también es muy importante que las negociaciones transcurran de forma transparente y equitativa, para así preservar la confianza en la relación entre el deudor y sus empleados.

El plan de reestructuración puede contemplar, como se apuntó en el Capítulo 3, la reducción de la plantilla, ya sea de forma temporal o permanente. Esta constituye a menudo una medida muy importante para lograr reestructurar la empresa: posponer las acciones industriales correctivas, como no abordar los despidos, puede dar lugar a una segunda ronda de negociaciones, o incluso a la inviabilidad de la empresa. Esta puede ser una cuestión muy delicada, y el deudor debería aplicar cuidadosamente la mejor estrategia de comunicación a la hora de informar a los trabajadores de que el plan contiene medidas semejantes.⁵⁰

La reducción de la plantilla puede producirse o bien incentivando la dimisión voluntaria por parte de determinados empleados (habitualmente, con la oferta de una cierta cantidad de dinero como indemnización o de un puesto de trabajo alternativo)⁵¹, o bien a través del despido unilateral de algunos empleados.⁵² En este último caso, la mayoría de las jurisdicciones exigen que el deudor negocie con los sindicatos u otros organismos colectivos que representen los intereses de los acreedores. En este tipo de negociaciones, el deudor debería contar con información adecuada sobre las redes de

⁴⁹ En Italia, los sindicatos participan en las negociaciones siempre que los créditos futuros vayan a verse afectados por la reestructuración. Por el contrario, cuando la reestructuración solo afecte a los créditos individuales preexistentes de los trabajadores, los sindicatos pueden negociar en nombre de los trabajadores únicamente cuando sean nombrados por los trabajadores afectados.

En Alemania, los sindicatos no juegan un papel formal en la negociación de reestructuraciones con los trabajadores, siempre que exista un comité de empresa (*Betriebsrat*). La explicación radica en la circunstancia de que el comité de empresa, en la práctica, está formado (también) por sindicalistas, y acuden al sindicato para representación y asesoramiento.

⁵⁰ En el contexto de las entrevistas llevadas a cabo en Alemania, varios expertos han recomendado ser tan transparente como sea posible con los trabajadores y compartir con ellos cuando antes los planes que contemplen despidos.

⁵¹ Constituye una práctica muy común en Alemania, principalmente en el caso de los grandes casos de insolvencia, el incentivar la dimisión voluntaria de algunos trabajadores, ofreciéndoles otro puesto de trabajo en una compañía diferente (a menudo constituida por el propio deudor, con o sin ayudas públicas). Esto permite a los trabajadores transferidos la posibilidad de cobrar un salario reducido durante un tiempo determinado, y les da la oportunidad de buscar, o de obtener la cualificación para, otros empleos, sin estar formalmente en situación de desempleo (y percibiendo una remuneración, aunque a menudo reducida).

⁵² En algunos casos, la reducción de la fuerza de trabajo puede llevarse a cabo sin disminuir el número de empleados, a través de la reducción del número de horas de trabajo para todos o algunos de los empleados. La investigación llevada a cabo en España muestra que esta solución es muy común y, en muchos casos, se considera preferible por los implicados, puesto que no conlleva despidos y es más “amable” (si bien, en varios casos, ha resultado ser una medida insuficiente).

seguridad social, como los expedientes de regulación de empleo públicos a corto o largo plazo, subsidios ordinarios por desempleo y jubilación anticipada. Las propuestas del deudor deberían, en efecto, estar formuladas con miras a incrementar la probabilidad de aceptación, teniendo en cuenta las redes de seguridad social existentes.

Por todo lo anterior, merece la pena tener en cuenta que, en algunos casos, los trabajadores, en tanto que acreedores de la compañía, pueden estar interesados en solicitar el inicio de un procedimiento de insolvencia: cuando no existen perspectivas de mantener su puesto de trabajo (ya sea por la reducción prevista de plantilla o por la aparente inviabilidad de la empresa), cuando sea suficientemente atractivo beneficiarse de las redes de seguridad sociales (por ejemplo, para los trabajadores cercanos a la jubilación), cuando los trabajadores no tengan créditos impagados (o cuando dichos créditos gocen de una preferencia que, en cualquier caso, conducirá a su íntegra satisfacción), y/o cuando exista un fuerte conflicto entre el empresario y los trabajadores, empujar a la compañía a la liquidación concursal puede constituir una opción para los trabajadores. Aunque esto no es muy habitual y puede parecer teórico, el número de solicitudes necesarias presentadas por empleados se ha incrementado significativamente en Italia a lo largo de los últimos años.⁵³

Guía de actuación #5.10 (Negociar con trabajadores). El deudor debería dedicar especial atención a la negociación con los trabajadores de cara al plan de reestructuración, probablemente con la creación de mecanismos incentivadores y, en todo caso, tratar con ellos de forma transparente con la finalidad de ganar o mantener su confianza.

4.3. La negociación con las autoridades tributarias

La negociación con autoridades tributarias ha adquirido una importancia creciente debido al ingente volumen de los créditos tributarios que adeudan muchas empresas en dificultades. Este fenómeno es particularmente severo en aquellas jurisdicciones en las cuales las autoridades tributarias son lentas a la hora de reconocer y ejecutar estos créditos. Este retraso, ciertamente, crea un incentivo para que las empresas en dificultades retengan el pago a las autoridades tributarias, para gestionar así sus tensiones de flujos de caja (al menos a corto plazo, antes de que se desencadenen las lentas, pero inevitables, reacciones de las autoridades tributarias).⁵⁴

Si los créditos tributarios gozan de una preferencia fuerte, como ocurre en Italia, el enfoque pasivo de las autoridades tributarias está bien justificado desde su perspectiva. Un retraso en la reacción al impago de créditos tributarios no afecta a la tasa de recuperación, porque el patrimonio de la empresa en dificultades está destinado principalmente al pago de las deudas tributarias, mientras que las acciones de monitorización implican un coste (aunque dicho coste resulta irrelevante para las autoridades tributarias, dado que estas tienen la obligación de supervisar a todos los contribuyentes para impedir la evasión fiscal). Sin embargo, el efecto indeseado es la

⁵³ Los motivos que subyacen a esta tendencia no son fácilmente detectables, aunque podemos asumir que en parte se debe al mayor número de empresas que, en el contexto de una crisis económica difusa, no son aptas para ser reestructuradas y, por lo tanto, el intento de reestructuración es percibido, por los propios trabajadores, como frívolo. Otro motivo puede ser que si el empresario es declarado insolvente, la Seguridad Social abona al empleado los últimos seis meses de salario, así como cualquier indemnización aplazada que permanezca impagada (aproximadamente un mes de sueldo para cada año trabajado con el mismo empresario).

⁵⁴ Los resultados de la investigación empírica española muestran que el detonante más común que lleva a las pymes a pedir asesoramiento especializado en insolvencia es la ocurrencia de un embargo a favor de las autoridades tributarias (véanse los hallazgos nacionales españoles en www.codire.eu).

acumulación de un volumen considerable de deudas tributarias impagadas que adquieren relevancia cuando la compañía inicia las negociaciones para una reestructuración.

Aunque pueden existir reservas en cuanto a la eficiencia de la elección de política legislativa consistente en atribuir preferencia a los créditos tributarios, esta elección, cuando se produce, está relacionada con una comprensión difusa y muy asentada del interés público como prevalente sobre los intereses privados, lo cual va mucho más allá de las cuestiones relacionadas con la reestructuración de empresas.

En cualquier caso, aunque con una posición más fuerte o más débil en función de la existencia o no de preferencias para los créditos tributarios en el marco legal correspondiente, las autoridades tributarias deberían involucrarse en la negociación de reestructuraciones. Para no impedir una reestructuración eficiente, el legislador debería establecer la posibilidad de que las autoridades tributarias reduzcan o renuncien a sus créditos, si con ello se maximizarían los intereses a largo plazo de la autoridad tributaria (que no se limitan a maximizar el valor presente de los créditos actuales, sino que también incluyen la conservación de una empresa susceptible de generar otros ingresos si continúa en funcionamiento).⁵⁵ Quizá convendría exigir que una parte independiente examine la situación y complemente la decisión de las autoridades tributarias que deseen reducir o renunciar a sus créditos.

Para facilitar la negociación del plan de reestructuración y que este sea eficaz, sería aconsejable establecer que la decisión relativa a la propuesta de reestructuración sea adoptada por pocas, idealmente solo una, entidades con competencia sobre todos los créditos tributarios.⁵⁶ Esta norma permitiría tener una única contraparte, facilitando el procedimiento. Incluso cuando exista la posibilidad de renunciar al crédito, deberían existir puertos seguros para los empleados de las autoridades tributarias que accedan a quitas o esperas.

Recomendación de política legislativa #5.7 (*Negociación eficaz con las autoridades tributarias*). El deudor debería poder negociar la reestructuración con el menor número posible de autoridades tributarias, quizá solo una. La negociación debería procurar maximizar a largo plazo el interés del conjunto de autoridades tributarias. Los empleados de las autoridades tributarias con responsabilidad al respecto deberían poder tomar una decisión objetiva sobre si reducir o renunciar a algunos créditos tributarios coadyuvará a lograr el objetivo anterior. Con este propósito, los empleados responsables deberían quedar exentos de cualesquiera riesgos,

⁵⁵ Como se ha mencionado, las autoridades tributarias deberían basar sus decisiones en el contexto de la negociación de reestructuraciones en el propósito de maximizar su interés a largo plazo (esta es la perspectiva que las autoridades tributarias deberían adoptar, considerando que son, por definición, jugadores de repetición). No resulta apropiado para las autoridades tributarias el perseguir un interés público más general (por ejemplo, la conservación de puestos de trabajo, el apoyo a la economía de las áreas menos desarrolladas), incluso cuando ello entre en conflicto con el interés económico de las autoridades tributarias. En efecto, las autoridades tributarias carecen de la legitimidad democrática y del nivel técnico para adoptar este tipo de decisiones (esto es, cómo emplear fondos públicos en aras del interés público), cuya adopción debería realizarse a través de decisiones más transparentes que afecten a todo el mundo, en lugar de mediante decisiones adoptadas caso por caso, que podrían suscitar problemas de discriminación ilegal.

⁵⁶ La identificación de una o varias personas que tomen decisiones para todas las autoridades tributarias, si bien resulta aconsejable, puede no ser factible en algunas jurisdicciones debido a impedimentos relacionados con su orden constitucional o a otras idiosincrasias nacionales. Es el caso, por ejemplo, de Alemania, que tiene un sistema federal que imposibilita concentrar el poder de decisión sobre la reestructuración en una o varias personas en todos los casos.

probablemente a través de la confirmación de su decisión por parte de un profesional independiente.

5. El papel de los agentes externos: mediadores y profesionales independientes

5.1. Facilitar la negociación mediante agentes externos

La negociación entre el deudor y sus acreedores puede ser facilitada involucrando agentes externos, como profesionales independientes que examinen el plan y/o mediadores que asistan a las partes en las negociaciones.

Estas dos figuras juegan roles significativamente distintos en el contexto de las negociaciones de una reestructuración. En consecuencia, su formación respectiva (y, especialmente, su actitud hacia la negociación) debería ser distinta.

Como se analizará más detalladamente en el Capítulo 6, el profesional al cual se confíe la tarea de examinar el plan de reestructuración debe proporcionar una evaluación independiente de la propuesta del deudor en atención al mejor interés de los acreedores.

Esta evaluación implica las siguientes valoraciones: (i) si el plan resulta viable en los términos descritos por el deudor y, por lo tanto, si eventualmente conducirá a los resultados previstos; y (ii) si el plan permite un resultado mejor que el que los acreedores podrían esperar en el contexto del escenario alternativo más probable de no aprobarse el plan (que será o bien la liquidación ordinaria o concursal, o la continuación de la empresa sin ningún desapalancamiento, pero excluyendo el escenario de un plan de reestructuración alternativo y meramente hipotético).⁵⁷

Como requisito previo para la primera valoración, el profesional independiente también debe determinar si el plan está basado en datos confiables y exactos, para lo cual deberá comprobar los activos y pasivos de la empresa o, cuando así lo establezca la ley, certificar los datos bajo su propia responsabilidad. Resumidamente, el papel del profesional independiente consiste en reducir la asimetría informativa entre el deudor y los acreedores, y orientar a estos últimos sobre si conviene a su mejor interés apoyar, o rechazar, el plan propuesto. El papel del examinador es particularmente importante cuando un número significativo de acreedores carece de las competencias necesarias para evaluar el plan propuesto y/o, debido al importe de sus créditos, no tienen incentivos adecuados para realizar esa valoración. La evidencia empírica reunida en el contexto de la presente investigación muestra claramente que las opiniones de los profesionales independientes ejercen una influencia significativa sobre los acreedores, quienes están claramente más dispuestos a aprobar el plan propuesto cuando se ha emitido una opinión favorable.⁵⁸

Al mediador le corresponden unas tareas muy diferentes, que se analizarán en el par. 5.2 *infra*. Sin embargo, merece la pena señalar que el mediador está involucrado mucho más profundamente en las negociaciones que el examinador. La tarea principal del mediador consiste en facilitar que se alcance un acuerdo entre el deudor y sus acreedores en los términos y con el contenido del plan de reestructuración. Para llevar a cabo esa tarea de forma efectiva, el mediador debe tener acceso completo a toda la información, incluida aquella que el deudor y los acreedores deseen mantener

⁵⁷ En relación con la prueba del mejor interés de los acreedores, véase el Capítulo 2.

⁵⁸ Sin embargo, nótese que el derecho a requerir un informe de un experto independiente sobre la viabilidad y el carácter realizable de un plan de reestructuración (que se atribuye tanto al deudor como a los acreedores en la Ley Concursal española, art. 71 bis.4) apenas se usa (véanse los hallazgos nacionales relativos a España, www.codire.eu). En Alemania, los bancos a menudo exigen una evaluación de un experto independiente sobre un plan existente o bien, con carácter previo, que un experto independiente redacte el plan antes de comprometerse a una reestructuración (en parte como protección frente a acciones rescisorias y de responsabilidad).

confidencial. Para que las partes puedan revelar esa información al mediador, es crucial conceder a este último unos privilegios profesionales amplios e intensos, semejantes a los existentes entre un abogado y sus clientes.

Por todo lo anterior, el rol del profesional independiente y el rol del mediador no deberían juntarse en una misma persona, pues de lo contrario el examinador no tendría la independencia necesaria, o el mediador sería ineficaz ante la esperable resistencia de las partes, en particular del deudor, a compartir abiertamente toda la información relevante.

La unificación de los dos roles puede tomarse en consideración únicamente para las micropymes y las pequeñas empresas, en las cuales el incremento del coste derivado de involucrar a dos profesionales distintos bien puede superar el beneficio esperado resultante.

5.2. El mediador

La negociación de un plan puede ser un reto debido a la participación de distintas partes, a menudo con intereses opuestos, lo cual dificulta su coordinación. Además, la reacción emocional de las partes ante las dificultades de la empresa (especialmente en las pymes y micropymes, donde, por norma general, las partes son menos sofisticadas) les hace actuar egoístamente en lugar de cooperar, lo cual provoca retrasos y costosos pleitos (se trata de un problema de acción colectiva bien conocido). Cuanto más tiempo se invierta en crear confianza durante la fase de negociación, mayores son las probabilidades de que los participantes lleguen a un acuerdo en torno a una solución eficaz y equitativa. En este sentido, resulta muy beneficioso el nombramiento de un profesional independiente con formación y experiencia en facilitar la interacción entre varias partes.

En consecuencia, durante los últimos años, algunas jurisdicciones han introducido normas que permiten a los deudores solicitar el nombramiento de un mediador, tanto en las situaciones de preinsolvencia como tras el inicio de un procedimiento de insolvencia. La mediación está muy arraigada en los Estados Unidos, donde un mediador a menudo participa para facilitar la negociación de los planes (por ejemplo, en la práctica de los procedimientos del Chapter 11). Los jueces de la insolvencia estadounidenses pueden incluso ordenar la mediación (a solicitud de cualquiera de las partes) para resolver controversias y objeciones sobre los créditos que puedan obstaculizar los procedimientos de insolvencia.⁵⁹

Por el contrario, los Estados miembros que han promulgado normas sobre mediación en el contexto de reestructuraciones empresariales han adoptado un enfoque diferente. En Europa, la intervención de un mediador se limita a los procedimientos de preinsolvencia y pretende ayudar a las partes a alcanzar un acuerdo sobre los términos de la reestructuración.⁶⁰ Además, el nombramiento de un mediador (o conciliador) se considera principalmente útil en el contexto de las reestructuraciones extrajudiciales.⁶¹

⁵⁹ Sobre la experiencia en los Estados Unidos, véase L.A. BERKOFF *et al.*, 'Bankruptcy Mediation', (2016) American Bankruptcy Institute.

⁶⁰ La mediación en asuntos relacionados con la insolvencia está extendiéndose a lo largo del mundo, como han demostrado recientes estudios comparativos. L.C. PIÑEIRO, K.F. GOMEZ (eds.), 'Comparative and International Perspectives on Mediation in Insolvency Matters: An Overview', (2017) TDM 4, número especial; B. WESSELS, S. MADDAUS, 'Instrument of the European Law Institute - Rescue of Business in Insolvency Law', (2017) p. 127-131, disponible en: ssrn.com/abstract=3032309.

⁶¹ El uso de la mediación para facilitar la negociación de planes encuentra un claro apoyo en la Recomendación de la Comisión Europea, véase el Considerando 17 y la Sección II B (2014/135/EU) y en la Propuesta de Directiva, que introduce dos tipos nuevos de profesionales de la insolvencia en el contexto de la reestructuración empresarial: un mediador y un supervisor, véase el Considerando 18 y el Artículo 5 de la Propuesta de Directiva (COM/2016/723 final). También se hace eco de la mediación el Principio B4 del Banco Mundial (Procedimientos de reestructuración informales), que anima a involucrar a un mediador en el periodo de preinsolvencia y de reestructuraciones informales. Véase Banco Mundial, *Principles for*

Téngase en cuenta, sin embargo, que también las reestructuraciones judiciales se benefician de la mediación: las negociaciones son habituales también en ese tipo de procedimientos, y el nombramiento de un mediador puede ser útil para acelerar el proceso, al coordinar a los acreedores de cara a la votación de la propuesta de reestructuración.

Las entrevistas cualitativas realizadas a los profesionales que asesoran a deudores y acreedores muestran que las partes rara vez deciden involucrar a profesionales con formación y experiencia específicas en la facilitación de negociaciones encaminadas a lograr una reestructuración. Esto se debe principalmente a la inconsciencia de muchos de los sujetos implicados en la negociación de reestructuraciones en torno al verdadero concepto de un procedimiento de mediación y a cómo funciona y, sobre todo, a los efectos beneficiosos que puede acarrear la presencia de un mediador en este contexto.⁶² Además, en Europa son poco frecuentes las normas que imponen el nombramiento de un mediador en el contexto de una reestructuración empresarial.⁶³ Únicamente en casos aislados (como el acuerdo extrajudicial de pagos en España), la ley diseña expresamente un procedimiento de mediación para reestructurar pymes y micropymes, e identifica los requisitos específicos para actuar como mediador concursal (que suele ser un experto en reestructuraciones, insolvencia o similar), así como las tareas que le corresponden.⁶⁴

El nombramiento del mediador debe hacerlo el juez,⁶⁵ si bien teniendo en cuenta las sugerencias que puedan formular el deudor u otras partes interesadas en la reestructuración. El profesional nombrado mediador en materia de insolvencia debe reunir las cualificaciones profesionales ordinarias necesarias para actuar como mediador,⁶⁶ posiblemente complementadas con competencias específicas en Derecho de la insolvencia y experiencia relacionada con ello. De hecho, puede exigirse también al mediador que aconseje a las partes en relación con la elección de las medidas incluidas

Effective Insolvency and Creditor Rights Systems, 2016, disponible en: www.pubdocs.worldbank.org/en/919511468425523509/ICR-Principles-Insolvency-Creditor-Debtor-Regimes 2016.pdf.

⁶² La idea de involucrar a un mediador para facilitar las negociaciones entre el deudor y los acreedores todavía se topa con restricciones considerables en la cultura de toda la comunidad empresarial. La prevención de la insolvencia todavía se percibe, en buena medida, como una cuestión de tribunales y procedimientos judiciales. Además, los profesionales raramente aconsejan a las partes que nombren a un mediador, a pesar de que deberían estar adecuadamente informadas de las oportunidades asociadas con el nombramiento de un mediador.

⁶³ La Recomendación de la Comisión de 2014, en su Considerando 32, solo establece que: (a) las funciones del mediador consisten en ayudar a las partes a alcanzar un acuerdo sobre un plan de reestructuración; (b) un mediador puede ser nombrado de oficio o a solicitud del deudor o de los acreedores cuando las partes no puedan gestionar la negociación por sí mismas. La mayoría de los Estados miembros no han promulgado todavía normas nacionales para seguir la Recomendación de la Comisión de 2014 en relación con el nombramiento de un mediador.

⁶⁴ La mediación concursal fue introducida en España en 2013, mediante la reforma que la Ley 14/2013, de 27 de septiembre, de apoyo a los emprendedores y su internacionalización, introdujo en la Ley Concursal (arts. 231 y ss.). Posteriormente, el Real Decreto-ley 1/2015, de 27 de febrero, llamado “de segunda oportunidad”, introdujo ciertas modificaciones tanto en el acuerdo extrajudicial de pagos como en el rol del mediador.

⁶⁵ El nombramiento judicial de un mediador no siempre debería ser obligatorio, sino que debería decidirse caso por caso en atención a las circunstancias específicas concurrentes. Véase el artículo 9 de la Recomendación de la Comisión de 2014 y el artículo 2 de la Propuesta de Directiva.

⁶⁶ Véase la Directiva 2008/52/Ce del Parlamento Europeo y del Consejo de 21 de mayo de 2008 sobre ciertos aspectos de la mediación en asuntos civiles y mercantiles, que establece que el mediador debe contar con una formación específica y contar con un seguro que cubra la responsabilidad civil derivada de su actividad. Los Estados miembros son libres para decidir sobre los requisitos profesionales y otras normas aplicables a la formación de los mediadores, aunque es probable que se introduzcan más requisitos como consecuencia de la revisión de esta Directiva que actualmente se está llevando a cabo.

en el plan.⁶⁷ En otras palabras, el mediador debe tener habilidades específicas sobre mediación (por ejemplo, capacidades comunicativas, habilidad para ganarse la confianza de las partes para que se sientan más cómodas a la hora de compartir información privada), las cuales deberían preferiblemente combinarse con las competencias típicas de los abogados especialistas en insolvencia y de otros asesores involucrados en los procesos de reestructuración.⁶⁸

El nombramiento de un mediador puede ser aconsejable, debido a la importancia que tienen el suministro de información completa y la cooperación entre las partes (véase el par. 2), unidos a las siguientes consideraciones: (a) la mediación responde mejor a la naturaleza específicamente privada de las negociaciones; (b) cuando la mediación se produce en una fase temprana, el mediador puede ayudar a las partes en la identificación de las causas de la crisis y en ser más receptivas a la realización de concesiones en el contexto de la negociación (una de las técnicas más comunes para lograr este último resultado consiste en hacer preguntas sobre las circunstancias que han complicado las relaciones entre los acreedores y el deudor); (c) involucrar a un mediador en una fase temprana del procedimiento reduce los costes, al permitir una selección más rápida de la herramienta apropiada, lo cual evita la destrucción de valor que se asocia a los retrasos; (d) el mediador facilita que las partes compartan adecuadamente información preliminar antes de que comience la discusión sobre la sustancia del plan; (e) al gestionar las negociaciones, el mediador a menudo recurre a estrategias concretas para generar confianza, y ayudar así a que las partes se acerquen al mediador y entre ellas; (f) las relaciones empresariales se mantienen y podrían incluso mejorarse.⁶⁹

El mediador anima a las partes a hallar sus propias soluciones para la crisis de la empresa, y lo hace mediante preguntas que puedan ayudarles a identificar los problemas que crean barreras a las negociaciones, así como, quizá, con sugerencias o preguntando a las partes si han considerado determinadas soluciones que facilitarían el avance de las negociaciones. Para ello, el mediador organiza una reunión inicial que permite a las partes compartir sus puntos de vista sobre las materias que van a ser objeto de negociación. Más adelante, unas reuniones individuales servirán para establecer una base común para cooperar en relación con determinadas cuestiones, así como para abrir un canal mediante el cual transmitir la información necesaria para conducir eficazmente la negociación del plan de reestructuración. Al gestionar las reuniones, el mediador a menudo recurre a estrategias específicas de lluvia de ideas (“brainstorming”) y otras actividades que incrementen el nivel de confianza.

De todas ellas, la habilidad más importante del mediador consiste, precisamente, en elaborar un conjunto consistente con la información proporcionada por el grupo de

⁶⁷ Para facilitar la actividad de las partes que idean el plan, el papel del mediador a menudo va más allá de resolver disputas y de facilitar la comunicación entre las partes. El mediador, en efecto, debería también participar en varias actividades de índole técnica, como por ejemplo: (i) comprobar la existencia y la cuantía de los créditos; (ii) preparar un plan de pagos y, cuando resulte apropiado, un plan de viabilidad empresarial; (iii) coordinar las reuniones con los acreedores para debatir y acordar la propuesta de plan. Estas actividades se atribuyen típicamente al mediador concursal en España, véase C.S. MOTILLA, ‘The Insolvency Mediation in the Spanish Law’, en L.C. Piñeiro, K.F. Gómez, ‘Comparative and International Perspectives on Mediation in Insolvency Matters: An Overview’, (2017) TDM 4, número especial. También en Bélgica, las reestructuraciones extrajudiciales a menudo involucran a un mediador de la empresa para ayudar a las partes en la preparación del plan de reestructuración. Véase el art. 13 *Loi relative à la continuité des entreprises* de 31 de enero de 2009.

⁶⁸ En las jurisdicciones en las cuales existe la mediación en la insolvencia (por ejemplo, España, Bélgica, Francia), el mediador suele ser un profesional con conocimientos y habilidades específicas para facilitar las negociaciones, combinados con una especialización sustancial en reestructuraciones.

⁶⁹ Para cumplir este último objetivo, la contribución del mediador debería consistir en: (1) permitir a las partes elaborar soluciones creativas que puedan, por ejemplo, incrementar la resiliencia del deudor ante las crisis empresariales; (2) animar a las partes a que se comuniquen eficazmente.

interesados que participan en la negociación.⁷⁰ Ciertamente, las partes a menudo compartirán información delicada con el mediador, que se convierte así en el vehículo de comunicación entre grupos diferentes y en el “guardián” de la información. Por lo tanto, todo el proceso de mediación debería estar amparado por un compromiso de confidencialidad, para mantenerlo privado y preservar un sentido de confianza y equidad sustantiva entre todas las partes implicadas (por ejemplo, la confidencialidad es una de las principales características del *Mandat ad hoc* y las *Conciliation Procedures* francesas),⁷¹ mientras que al mediador concursal español no se le atribuye un deber de confidencialidad tan intenso.⁷²

El problema de la confidencialidad es, sin duda, crucial. La redacción de un plan correcto exige información confiable y actualizada. Una cuestión habitualmente planteada por los profesionales que asisten a deudores y acreedores es la dificultad para crear rápidamente un conjunto informativo completo: los deudores y los acreedores, especialmente en la primera fase de las negociaciones, evitan compartir información privada que puede ser necesaria para alcanzar un acuerdo sobre el plan de reestructuración, ya que temen que cualesquiera declaraciones o concesiones que puedan hacer durante la negociación puedan ser usadas contra ellos. En este sentido, la participación de un mediador puede ser de lo más beneficioso: el mediador puede facilitar que las partes compartan adecuadamente la información, mediante la organización de reuniones separadas con cada una (esto es, deudor, acreedores y otros) y la adquisición de información con un compromiso de total confidencialidad. El mediador debería, posteriormente, obtener la autorización expresa de la parte interesada para difundir la información que estime necesaria para poder alcanzar cuanto antes un acuerdo de reestructuración (importa destacar que esta información, necesaria para alcanzar un acuerdo, muy probablemente hubiese tenido que ser compartida tarde o temprano por la parte correspondiente). Además de la información que surja de o en conexión con el proceso de mediación, también la mera ocurrencia de un proceso de mediación debería ser tratada, en algunos casos, con confidencialidad.

Recomendación de política legislativa #5.8 (*Nombramiento de un mediador. Compromiso de confidencialidad*). Cuando la ley exija o permita el nombramiento de un mediador, este debería reunir las cualificaciones y habilidades que específicamente se requieren para actuar como mediador, además de ostentar competencias en cuestiones relacionadas con la reestructuración y la insolvencia.

Para facilitar la creación de un conjunto adecuado de información en una fase temprana, y evitar así retrasos, las partes deberían ser capaces de compartir con el mediador toda la información, sobre la base de un estricto compromiso de confidencialidad. Si el mediador considera que cierta

⁷⁰ Esto significa que no toda la información transmitida por las partes al mediador será remitida inmediata y directamente a las demás partes. En efecto, la confidencialidad de esta información está protegida por el mediador, y la información solo debe usarse con el consentimiento de la parte afectada cuando esta considere —gracias a la contribución del mediador— que es razonable confiar en las demás partes. La confianza está, ciertamente, muy relacionada con la posibilidad de construir un conjunto completo de datos, que constituye la base para lograr un plan que maximice la satisfacción de todas las partes.

⁷¹ Véase el art. D611-5 del *Code de commerce* francés.

⁷² En la versión revisada del acuerdo extrajudicial de pagos español se adoptó una limitación del deber de confidencialidad del mediador, al establecerse que el deber de confidencialidad queda superado en caso de que la mediación fracase y el mediador adopte el rol del administrador concursal en el concurso consecutivo (art. 242.2-2.ª LC). Esta confidencialidad limitada del mediador concursal es percibida como problemática, véase C.S. MOTILLA, ‘The Insolvency Mediation in the Spanish Law’, en L.C. Piñero, K.F. Gómez (eds.), ‘Comparative and International Perspectives on Mediation in Insolvency Matters: An Overview’, (2017) TDM 4, número especial.

información debería ser compartida entre las partes para que las negociaciones avancen, entonces debería pedir a la parte reveladora de la misma que renuncie a la confidencialidad. Si no se concede una renuncia expresa, el mediador no puede revelar la información bajo ninguna circunstancia.

6. Consentimiento

6.1. Pasividad en las negociaciones

La decisión de los acreedores de no participar en la negociación de una reestructuración puede normalmente estar adscrita a alguna de las siguientes situaciones:

- (i) El acreedor inactivo ha examinado todas las circunstancias del caso y determinado que la inactividad es la estrategia maximizadora del valor (por ejemplo, cuando el acreedor puede confiar en que el plan de reestructuración, que no incluye un efecto de arrastre, seguramente se adopte a pesar de su concreta falta de consentimiento);
- (ii) Debido al importe del crédito y en ausencia de otros intereses (por ejemplo, para los empleados, conservar su puesto de trabajo; para los proveedores que dependen de la relación empresarial con la compañía en dificultades, que esta última siga en funcionamiento), el acreedor inactivo puede considerar más costoso participar activamente en las negociaciones —invirtiendo así tiempo y recursos— que aceptar el resultado de la negociación, sea este cual sea.

El comportamiento descrito en primer lugar viene motivado por consideraciones oportunistas, aunque informadas, por parte del acreedor. Se considera un caso del llamado “free riding”. Esta estrategia no está disponible cuando la reestructuración se lleva a cabo mediante instrumentos que obligan a los acreedores disidentes o ausentes (en otras palabras, siempre que existe algún tipo de mecanismo de arrastre). Por lo tanto, cuando el deudor puede optar por un procedimiento o medida que incluya un arrastre, el deudor cuenta con una herramienta que puede usar, o simplemente amenazar con usar, para limitar el “free riding” de los acreedores. Debido a la naturaleza del fenómeno descrito, la pasividad en las negociaciones que se adscribe a consideraciones oportunistas puede gestionarse eficazmente si la ley contempla procedimientos y medidas que incluyan mecanismos de arrastre (véase el Capítulo 2).

El comportamiento que se describe en segundo lugar suele denominarse “apatía racional”. Puede ocurrir en el contexto tanto de las reestructuraciones consensuales como de las obligatorias, cuando algunos acreedores no tienen incentivos para participar en las negociaciones. Ciertamente, desde la perspectiva de un acreedor particular con un interés de escasa cuantía en la recuperación de la compañía, no existen incentivos (o existen pocos) para participar activamente en las negociaciones o para votar el plan. El coste de buscar asesoramiento profesional y/o la inversión de tiempo en comprender y evaluar la situación pueden no compensar el coste de soportar el riesgo, y posiblemente de sufrir el coste, de una solución desventajosa a la crisis de la empresa (por ejemplo, la liquidación concursal de la compañía a pesar de que el rescate era posible, o bien una reestructuración que asigne más valor relativo a otros acreedores).

Los párrafos que siguen se centran en este segundo tipo de pasividad de los acreedores.

6.2. Consecuencias de la apatía racional de los acreedores durante las negociaciones

Aunque la inactividad parece un comportamiento racional para un acreedor particular que tenga un interés de escasa cuantía en la compañía en dificultades, este tipo

de conducta afecta severamente a la eficiencia del proceso de reestructuración empresarial. Los efectos negativos que la pasividad de los acreedores tiene en las negociaciones varían en función de la naturaleza obligatoria o voluntaria del instrumento de reestructuración que se emplee (concretamente, si contempla algún tipo de extensión de efectos).

En el caso de un instrumento de reestructuración obligatorio, si la inactividad de los acreedores es considerada por la ley como un consentimiento o un disentimiento, esta pasividad puede, respectivamente, (a) abrir la puerta a planes ineficaces, que se considerarían aprobados a pesar de que solo vote una minoría de acreedores (siendo virtualmente imposible que prevalezca la opinión de los acreedores disidentes); o, al contrario, (b) impedir rescates eficientes de empresas que se hubiesen producido en el mejor interés “colectivo” de los acreedores.⁷³ La tercera opción a la estricta alternativa entre el silencio positivo y el silencio negativo consiste en incluir en el cómputo de la mayoría necesaria para adoptar el plan solo a los acreedores que han emitido un voto. Así se neutralizaría la influencia de los acreedores pasivos, haciendo irrelevante su inactividad (véase el par. 6.4 *infra*).

En el caso de las reestructuraciones puramente consensuales, los efectos de la pasividad de los acreedores son de dos tipos:

- (i) Puesto que los acreedores no participantes (ausentes) no quedan vinculados por los términos de la reestructuración, su inactividad hace que la carga de la reestructuración caiga sobre un grupo de afectados que, en consecuencia, deberán soportar un sacrificio mayor. Por lo tanto, existe un margen menor para alcanzar un acuerdo entre el deudor y que acreedores participan en el proceso. Ello hace que, en ocasiones, resulte más conveniente para los acreedores activos acudir a una liquidación concursal (aunque esta sea una solución ineficiente desde el punto de vista colectivo), en lugar de apoyar una reestructuración. En efecto, cuando el acuerdo de reestructurar lo alcanza un número reducido de acreedores que soportan todo el coste de la reorganización, es estadísticamente más probable que el plan, aunque sea considerado viable por el juez, posteriormente no sea ejecutado con éxito:⁷⁴ una posible explicación es que, debido al reducido espacio para negociar, las garantías y salvaguardas contempladas en el plan se reduzcan significativamente.
- (ii) Pueden existir desviaciones significativas e impredecibles respecto del principio *pari passu* (por ejemplo, acreedores del mismo rango pueden

⁷³ Los resultados de nuestra investigación empírica muestran que la regla del consentimiento presunto en vigor en Italia hasta julio de 2015 para los acuerdos de reestructuración judiciales (“*concordato preventivo*”) permitió que se perpetraran una serie de abusos en perjuicio de los acreedores. Por otra parte, una vez que el mecanismo de consentimiento presunto fue derogado y reemplazado por una regla del disentimiento presunto (junto con la adopción de otras medidas limitativas), el sistema italiano ha sufrido un agudo declive en el número de acuerdos de reestructuración judiciales (“*concordato preventivo*”), lo cual, probablemente, dio lugar a la liquidación de varias compañías viables que, solo unos años antes, se hubiesen salvado. La derogación de la regla del consentimiento presunto también se ha traducido en una menor tasa de consentimiento de los acreedores en los acuerdos de reestructuración extrajudiciales (“*accordo di ristrutturazione dei debiti*”), lo cual evidencia la conexión entre el comportamiento oportunista de los acreedores y la amenaza que supone el recurso a mecanismos de reestructuración obligatorios. Véanse los hallazgos nacionales italianos, disponibles en www.codire.eu.

⁷⁴ Esto ha sido claramente puesto en evidencia por los resultados de la investigación empírica llevada a cabo en Italia en relación con los acuerdos de reestructuración extrajudiciales (“*accordi di ristrutturazione dei debiti*”), que son instrumentos de reestructuración puramente consensuales. En efecto, cuanto mayor es la proporción de deuda titularidad de los acreedores que aceptan el acuerdo, mayor es la posibilidad de que el plan de reestructuración sea confirmado por el juzgado.

tener asignadas tasas de recuperación muy diferentes, debido a la posibilidad —o no— de confiar en que otros acreedores aceptarán el acuerdo y soportarán el coste correspondiente). Esto dificultará que los prestamistas cuantifiquen *ex ante* su pérdida efectiva (“loss given default”, LGD). Es bien conocido que la incertidumbre supone un coste para los inversores y, en este sentido específico, esta incertidumbre es susceptible de incrementar el tipo de interés exigido por los prestamistas en detrimento de la economía en general.

6.3. Medidas para gestionar la pasividad en las negociaciones

La gestión de la apatía racional exige que la información se proporcione a los acreedores de la manera más clara posible y sea fácilmente accesible prácticamente sin coste alguno (véase también el par. 2 *supra*).

En este sentido, el conjunto informativo puesto a disposición de los acreedores debería estar disponible de forma completa digitalmente, sin que sea necesario iniciar pesados trámites que podrían desanimar a los acreedores (a menos que sean necesarios para proteger intereses relevantes como, por ejemplo, el trato confidencial de cierta información correspondiente a la empresa del deudor).

Además, otro incentivo para que los pequeños acreedores muestren interés en el procedimiento puede producirse en la fase de examen del plan de reestructuración (véase el Capítulo 6, donde se analizan las posibles características de esta fase procedimental y sus costes y beneficios relevantes). El examinador independiente, si existe, debería expresar de forma clara y concisa, su opinión sobre las ventajas que el plan de reestructuración conlleva para los acreedores de la compañía, evitando emplear fórmulas cautelosas para suavizar su posición, ya que estas pueden generar incertidumbre entre los acreedores.⁷⁵

Recomendación de política legislativa #5.9 (Opinión sobre el plan de reestructuración emitida por un profesional independiente nombrado como examinador). La ley debería establecer que, cuando se nombre a un profesional independiente para evaluar la viabilidad de un plan de reestructuración, la opinión de este examinador debería (a) expresar de forma clara y concisa si el plan propuesto es en el mejor interés de los acreedores; (b) estar disponible rápida y fácilmente para todos los acreedores; (c) evitar cualquier descargo u otras expresiones que puedan hacerla equívoca.

Guía de actuación #5.11 (Opinión sobre el plan de reestructuración emitida por un profesional independiente nombrado de forma voluntaria). Cuando, voluntariamente, las partes que así lo deseen nombren a un profesional independiente para que evalúe la viabilidad de un plan de reestructuración,

⁷⁵ La investigación empírica ha mostrado actitudes de los examinadores muy diferentes en las distintas jurisdicciones. En España, los profesionales nombrados como examinadores suelen expresar una opinión negativa sobre el plan de reestructuración, y comparten dudas sobre si el plan cumplirá la prueba del mejor interés de los acreedores. Los profesionales más destacados que fueron entrevistados vincularon este hecho a la amenaza de que el profesional incurra en responsabilidad civil en el caso de que el plan no se ejecute completamente. Por el contrario, en Italia, los examinadores nombrados por el juzgado suelen expresar una opinión positiva sobre los acuerdos de reestructuración judiciales (“*concordati preventivi*”) en la mayoría de los casos (86%). Merece la pena destacar que solo un 4% de esos planes han sido evaluados positivamente por el examinador y luego rechazados por los acreedores, lo cual evidencia la influencia que la opinión del examinador tiene sobre el voto de los acreedores. Estos datos llaman la atención sobre la importancia de establecer incentivos adecuados para los examinadores, para así garantizar que su evaluación sea lo más objetiva posible (véase el Capítulo 6).

la opinión de este debería: (a) expresar de forma clara y concisa si el plan propuesto es en el mejor interés de los acreedores; (b) estar disponible rápida y fácilmente para todos los acreedores; (c) evitar cualquier descargo u otras expresiones que puedan hacerla equívoca.

Además de reducir el coste que supone para los acreedores ser informados, gestionar la pasividad en las negociaciones también requiere facilitar el proceso para que los acreedores expresen si aprueban o rechazan el plan de reestructuración propuesto. Deberían simplificarse en la medida de lo posible los trámites que deban realizar los acreedores para emitir su voto sobre un plan, o para prestar su consentimiento a un acuerdo de reestructuración. El voto por representante y las asambleas virtuales siempre deberían permitirse (véase el Capítulo 2).

La ley también puede contemplar medidas activas para contrarrestar la pasividad de los acreedores durante la negociación de reestructuraciones, como sanciones o recompensas para los acreedores en función de su participación activa y oportuna en las negociaciones.

Este tipo de medidas, especialmente cuando funcionan como una sanción impuesta a los acreedores inactivos (por ejemplo, que su preferencia quede sin efecto), solo resultan aplicables a los acreedores profesionales, concretamente los bancos y otros acreedores financieros. Sería injusto penalizar a acreedores inactivos que no participen en las negociaciones debido a la carencia absoluta de los instrumentos necesarios, como puede ser el caso de los pequeños proveedores.⁷⁶ Por lo tanto, este tipo de medidas casi siempre impiden la pasividad oportunista (véase *supra*), más que la apatía racional.

6.4. Medidas específicas para instrumentos de reestructuración que buscan (o permiten) obligar a los acreedores disidentes

Como ya se ha dicho, existen, teóricamente, tres reglas posibles en relación con los acreedores que no votan la propuesta de reestructuración:

- (a) La regla del “consentimiento presunto”, que favorece la adopción del plan de reestructuración, con el riesgo de permitir algunas reestructuraciones que no son eficientes y que, en caso de alta tasa de pasividad, quizá sea virtualmente imposible para los acreedores disidentes echar abajo la propuesta;
- (b) La regla del “disentimiento presunto”, que al contrario puede derivar en el rechazo de planes eficientes, y ello no por el disentimiento de los acreedores, sino únicamente por su apatía racional que la ley considera equivalente a un voto negativo;
- (c) La regla que obliga a computar únicamente los votos realmente emitidos.

En términos generales, esta última regla parece la más efectiva. No favorece excesivamente un resultado en detrimento del otro, y responde al ideal democrático habitual (que requiere que prevalezca la opinión de aquellos que optan por expresarla). Desde una perspectiva más elaborada, la tercera regla enunciada antes permitiría que prevalezca el resultado (aprobación o rechazo) que se considera mejor por aquellos

⁷⁶ Aunque cae fuera del ámbito de esta investigación, merece la pena mencionar el mecanismo contemplado en el marco de insolvencia de Kazakstán. Cuando el deudor informa a los bancos y otros prestamistas financieros sobre las dificultades que atraviesa, estos tienen un corto periodo de tiempo (alrededor de 10 días) para aceptar la invitación del deudor para iniciar la negociación de un posible plan de reestructuración. Si un banco o prestamista financiero permanece inactivo a pesar de la comunicación del deudor, los privilegios que puedan tener sus créditos (si los hay) devienen ineficaces en caso de una posterior insolvencia.

acreedores que, a la vista de sus circunstancias específicas, han decidido no ser pasivos. Aunque estos acreedores pueden no representar más que un subconjunto de los acreedores de la compañía en dificultades, parece razonable asumir —en un contexto en el cual no existe la regla del consentimiento ni del disenso presunto— que la decisión tomada por la mayoría de los acreedores que realmente participan en la votación puede ser un buen indicador de la decisión que hubiese sido adoptada por todos los acreedores.

Como segunda mejor opción, debe tenerse en cuenta que la regla del consentimiento presunto es preferible a la del disenso presunto: entre los dos tipos de consecuencias negativas que se derivan de la aplicación de estas reglas, la amenaza de que se aprueben planes de reestructuración ineficientes es menos severa que el riesgo de impedir a las empresas que intenten reestructurarse eficientemente. Ciertamente, mientras que la primera consecuencia puede ser gestionada por otros medios (concretamente, a través de la confirmación judicial)⁷⁷, la segunda consecuencia es definitiva y tiene como resultado la destrucción real de valor.

En algunos casos, como en las pequeñas y microempresas, la regla del consentimiento presunto puede ser incluso preferible a la regla que obliga a computar únicamente los votos emitidos. En este caso, básicamente todos los acreedores ostentan créditos de escasa cuantía y es razonable esperar que muy pocos tengan incentivos para participar activamente en la negociación de una reestructuración. El resultado es que el resultado de la propuesta de reestructuración puede a menudo quedar determinado por un número muy reducido de acreedores, cuya participación activa puede basarse en intereses distintos de aquellos que legítimamente tienen en tanto que acreedores de esa compañía. Véase el Capítulo 8.

Cuando la ley opte por una regla de consentimiento presunto, las siguientes provisiones deberían mitigar los efectos de su aplicación:

- (i) El reforzamiento del escrutinio judicial o administrativo en aquellos casos en los que el plan de reestructuración no se consideraría aprobado, de no ser por la aplicación de la regla del consentimiento presunto;
- (ii) La admisibilidad del voto por representante y la reducción del coste correspondiente (en este sentido, pueden tomarse como referente las normas y prácticas relativas al voto por representante por parte de los socios);⁷⁸
- (iii) Informar claramente a los acreedores, de forma directa y concisa, que no votar una propuesta equivale a prestar su consentimiento sobre la misma.

Recomendación de política legislativa #5.10 (Exclusión de los acreedores no participantes del cómputo de las mayorías necesarias). Las mayorías necesarias para la adopción de un plan de reestructuración deberían computarse sin tener en cuenta a los acreedores que, a pesar de estar debidamente informados, no han votado la propuesta de reestructuración.

⁷⁷ En efecto, en varias jurisdicciones el tribunal ya tiene asignada la tarea de evaluar el carácter realizable del plan y, bajo ciertas condiciones, también si resulta en interés de los acreedores (véase Capítulo 6). En resumen, una regla del consentimiento implícito únicamente daría lugar a que un mayor número de casos estarían sujetos a evaluación judicial.

⁷⁸ En teoría, es posible atribuir a los acreedores que impugnen exitosamente un plan de reestructuración un privilegio crediticio frente a la empresa en dificultades, en atención a los gastos procesales razonables y procedentes en los cuales hayan incurrido, bajo el escrutinio del tribunal cuando sean debidamente impugnados. En la práctica, puede resultar complicado introducir una norma semejante en muchos Estados miembros.

Recomendación de política legislativa #5.11 (*Provisiones para mitigar los efectos adversos de la regla del consentimiento presunto*). Cuando las abstenciones de los acreedores se consideren consentimientos, la ley debería establecer un escrutinio judicial o administrativo más exhaustivo de los planes de reestructuración que, de no ser por la aplicación de la regla del consentimiento presunto, no se habrían adoptado.

Capítulo 6

El examen y la confirmación de los planes*

SUMARIO: 1. Introducción. – 2. El examen. – 2.1. Examen voluntario. – 2.2. Exámenes obligatorios. – 3. Participación y aprobación del plan. – 3.1. Participantes en el procedimiento de reestructuración. – 3.2. El voto. – 4. La confirmación. – 4.1. Definición del alcance de la confirmación. – 4.2. Ventajas e inconvenientes de la confirmación judicial o administrativa del plan. – 4.3. ¿Quién debería confirmar el plan? – 4.4. Contenido y clases diferentes de confirmación de un plan. – 4.5. Recursos contra la decisión de confirmar o denegar la confirmación del plan.

1. Introducción

Este Capítulo proporciona un análisis detallado de dos pasos que a menudo se encuentran en el camino que conduce a la ejecución de un plan: su *examen* y su *confirmación*. También incluye consideraciones relativas al voto y al proceso de toma de decisiones, pero las cuestiones sustantivas principales de esta parte (por ejemplo, la formación de clases y el efecto de arrastre) se encuentran en otras secciones del informe (véanse los Capítulos 2 y 3).

Típicamente, un plan redactado por el deudor (a primera vista, el caso más habitual) se habrá confeccionado inicialmente sin interacción entre el deudor y sus acreedores principales, o con una interacción meramente informal. Esta consulta incipiente es quizá menos habitual cuando uno o varios acreedores toman abiertamente la iniciativa de confeccionar el plan. Al primer borrador suele seguir una serie de contactos entre el deudor y los acreedores más relevantes, cuando todo el mundo deberá realizar alguna contribución. Debería seguir una negociación, de distinta intensidad y en un momento diferente dependiendo del caso, durante la cual se introducirán habitualmente modificaciones en el plan. En algún momento entre la redacción informal del plan y la finalización de la negociación inicial, el plan es frecuentemente examinado por terceros. Este examen puede producirse más adelante en el proceso, o repetirse varias veces a lo largo del camino que conduce a su aprobación definitiva.

En un escenario normal, cuando el plan está terminado, los exámenes se han llevado a cabo y se han aclarado las dudas, se produce una votación. Cuando concurren las mayorías necesarias, algunas jurisdicciones incluyen la necesidad de una confirmación final por parte de un juez (o, con carácter general, del tribunal competente, que a veces incluye a más de un juez). Como se examinará más adelante en este capítulo, la principal justificación de esta confirmación es la necesidad de proteger a las partes relevantes (por ejemplo, los acreedores minoritarios o, en algunos casos, los socios u otros interesados) de los planes abusivos. El análisis judicial que conduce a la confirmación (o al rechazo del plan) tiende a proteger directamente a los acreedores disidentes y ausentes directamente afectados, pero, en algunos casos, también a los acreedores que no resultan directamente afectados por el plan. Este será el caso, en particular, cuando el plan, como generalmente ocurre, no solo incluye una reestructuración financiera, sino también cambios estructurales en la empresa, o en todo caso cuando establece excepciones a las acciones de reintegración o nueva financiación con privilegios de cobro (véase el Capítulo 3). Este tipo de medidas y efectos pueden afectar indirectamente a aquellos acreedores que no estén vinculados por el plan, alterando así sus probabilidades de cobro.

* Aunque ha sido discutido en profundidad y compartido por todos los miembros del equipo de investigación Co.Di.Re., la autoría de este Capítulo corresponde a Ignacio Tirado.

El examen y la confirmación son, por lo tanto, complementarios y persiguen objetivos similares. Como veremos, ninguno de los dos es estrictamente necesario, pero al menos uno de ellos está presente en cada uno de los sistemas formales regulados (de los que conocemos) que tenga por objetivo gestionar las dificultades financieras de una compañía. El examen opera *ex ante* y pretende proporcionar a las partes información independiente sobre el plan.¹ La confirmación se produce *ex post*, una vez que el plan ha sido aprobado por los acreedores y, en algunas jurisdicciones, también por los socios, y pretende garantizar el cumplimiento de los requisitos legales, así como ejercer algún tipo de control sobre el contenido del plan, con miras a proteger a algunas partes interesadas. La complementariedad deriva del hecho de que el examen (esto es, información mejorada) facilita el análisis que conduce a la confirmación. Pero existe un grado de compensación potencial entre ambas instituciones. Esto es evidente, por ejemplo, cuando el examen lo realizan expertos nombrados de forma independiente y el análisis incluye el cumplimiento con unos requisitos legales predefinidos (por ejemplo, que se hayan alcanzado extrajudicialmente las mayorías necesarias). Cuando más intenso y comprensivo sea el examen, menos necesario resulta contar con una confirmación judicial obligatoria *ex post*. Y, al contrario, la confirmación deviene casi necesaria cuando los controles *ex ante* son débiles. En cualquier caso, e independientemente del modelo que se elija, el examen y la confirmación no pueden considerarse mutuamente excluyentes. La naturaleza judicial de la confirmación (la función de la “potestas” y los efectos jurídicos de la decisión), así como el tipo de análisis realizado por el tribunal/órgano administrativo, hacen que ambas instituciones sean inevitablemente diferentes desde un punto de vista cualitativo, y por lo tanto ambas pueden ser necesarias.

Recomendación de política legislativa #6.1 (Examen y confirmación del plan). El examen y la confirmación del plan son esencialmente complementarios y constituye una buena práctica incluir ambos en el mismo procedimiento extrajudicial regulado. Bajo circunstancias concretas, es posible excluir formalmente uno de los dos. Nunca ambos.

En los epígrafes que siguen analizaremos el examen y la confirmación de forma separada, considerando los diferentes modelos que existen en las jurisdicciones analizadas en este informe, así como de otras existentes —o susceptibles de existir.

2. El examen

Por examen entendemos el análisis y opinión de uno o más expertos sobre todos —o, al menos, sobre los principales— elementos de un plan.² El análisis normalmente da lugar a un informe o memorándum que se proporciona por escrito a las partes. Estos informes pueden centrarse en partes distintas del plan (por ejemplo, el análisis de la parte legal, la valoración de los activos y/o de las garantías, los flujos de caja futuros) o cubrirlo en su integridad. El examen debe proporcionar una evaluación de todas las partes del plan que resulten relevantes para su ejecución eficaz. Aunque el informe puede tener una parte descriptiva, debería ser principalmente analítico y afirmar expresamente la opinión del

¹ El examen también puede operar *después* de que el plan se haya acordado y votado a favor, pero *antes* de la confirmación, siempre y cuando el tribunal requiera asesoramiento profesional experto sobre todo o parte del contenido del plan.

² El examen del plan no debe confundirse con la intervención obligatoria de otros profesionales, que puede estar prevista en la ley. Algunas jurisdicciones, por ejemplo, exigen que un notario dé fe y certifique el plan; en otros sistemas, se involucra al Registro mercantil, a algunos organismos profesionales o a las Cámaras de Comercio. La participación de estas instituciones adicionales responde demasiado a menudo a las presiones de lobby que estos organismos profesionales ejercen con el legislador, y añade una complejidad innecesaria y costes al procedimiento extrajudicial. Esto constituye un problema especialmente relevante en la reestructuración de pymes.

experto sobre la validez de las afirmaciones contenidas en el plan. Dado que el informe es a menudo el instrumento informativo principal del procedimiento extrajudicial, debe centrarse en aquellas partes del plan que son —aparentemente— más difíciles de evaluar por los propios acreedores: las causas de las dificultades financieras, la razonabilidad comercial de las medidas de reestructuración operativas que se proponen y los vínculos entre las mismas, los flujos de caja esperados y el esfuerzo que se exige a los acreedores (es decir, las esperas y las quitas que incluye la propuesta de plan). Aunque una evaluación independiente del cumplimiento de normas jurídicas puede resultar útil, no parece tan relevante en aquellos casos en los que es obligatoria la confirmación judicial *ex post*.³ En todos los demás casos, su relevancia va en paralelo con el componente financiero del plan.

A efectos taxonómicos, podemos considerar dos tipos de examen: aquellos que se producen de forma voluntaria en el contexto de un proceso de negociación entre las partes, y que muy a menudo se corresponde con reestructuraciones extrajudiciales no reguladas (aunque no solo), y aquellos exámenes que exige la ley. Nos referiremos a ellos brevemente por separado.

2.1. Examen voluntario

En las últimas fases del proceso de negociación o —más frecuentemente— cuando se redacta una primera versión íntegra del plan, el deudor y/o uno o más acreedores pueden encargar a algunos profesionales el análisis del plan, en un contexto en el cual ello no venga impuesto por la ley (por ejemplo, las partes buscan una reestructuración extrajudicial puramente contractual, que no requiere un examen obligatorio). Cuando existe más de un informe, las partes pueden emplearlos para apoyar la negociación con miras a afinar el plan. Los exámenes pueden producirse estrictamente a instancia de parte, en cuyo caso su credibilidad y utilidad son limitadas. En tales casos —más habitualmente en las operaciones de reestructuración de mayor envergadura— existe un riesgo de pérdida de tiempo y de recursos. No es infrecuente que, en un momento dado, el deudor tenga que pagar por estos informes, incluso cuando los expertos han sido requeridos por uno o varios acreedores, lo cual empeorará la posición financiera del deudor. Es más eficiente que las partes acuerden *ex ante* que el plan será analizado por un experto independiente, y que su designación sea convenida por las distintas partes de la negociación.

En el contexto de los acuerdos extrajudiciales puramente contractuales, que no tengan protección legal expresa ni control institucional, las partes pueden pedir un examen con un propósito distinto de aportar transparencia a la negociación. Los administradores de la compañía pueden intentar justificar su propuesta frente a los socios o frente a otras sociedades del grupo; y, más frecuentemente, los administradores, directivos, socios mayoritarios y/o acreedores pueden querer reducir el riesgo de responsabilidad frente a terceros (por ejemplo, acreedores no participantes). Así ocurre especialmente cuando el plan contempla una reestructuración empresarial junto a una reestructuración financiera o de deuda. El examen también puede solicitarse con miras a reducir la probabilidad de una acción rescisoria *ex post*, en el caso de que la reestructuración fracase y conduzca a un procedimiento formal de insolvencia. Aunque dependerá del caso y de la jurisdicción, añadir voluntariamente un informe de experto puede hacer que sea más difícil probar la negligencia de las partes, pero parece muy improbable que sea suficiente para descartarla completamente. Aunque, per se, obviamente no tiene nada de malo solicitar el examen de los planes con propósitos distintos de incrementar la transparencia en las negociaciones, ello crea costes adicionales

³ Véanse los Capítulos 3 y 4.

a un deudor ya en dificultades, lo cual perjudica los intereses de los no participantes. En este sentido, deben vigilarse las conductas abusivas.⁴

2.2. Exámenes obligatorios

Conforme señalábamos en la introducción de este capítulo, las jurisdicciones que regulan procedimientos extrajudiciales y les atribuyen (en caso de que finalicen exitosamente) una serie de efectos jurídicos que van más allá del acuerdo de reestructuración y que más bien producen efectos sobre terceros, a menudo incluyen de forma obligatoria el examen independiente del plan. Sin duda, existen sólidas razones que justifican este requisito imperativo, dado que los exámenes:

- (i) Reducen los costes de transacción al añadir transparencia a la negociación;
- (ii) Facilitan el proceso de toma de decisiones y ayudan a los acreedores que no tengan la capacidad de evaluar adecuadamente la validez del plan (con la excepción de los prestamistas profesionales y otros semejantes);
- (iii) Protegen a los acreedores disidentes y ausentes que quedan vinculados por el plan, al asegurar el cumplimiento de los requisitos legales, al influir en el comportamiento *ex ante* de las partes que redactan el plan y al proporcionar a estos interesados información relevante para el caso de que decidan oponerse al plan o adoptar algún otro curso de acción para defender sus intereses;⁵
- (iv) Facilitan la labor del juez de cara a la confirmación del plan, al proporcionarle una opinión experta sobre el contenido material del mismo.

A pesar de sus numerosas externalidades positivas, los exámenes pueden resultar costosos y, habitualmente, cuanto más fiable es el experto, mayores son sus honorarios. Mientras que este puede no ser un problema significativo en las grandes operaciones de reestructuración, debe ser tenido seriamente en cuenta en el proceso de reestructuración extrajudicial de las pymes. En atención a esto, los exámenes obligatorios podrían considerarse solo “potencialmente” obligatorios: el análisis del plan sería contingente a menos que lo solicite un acreedor o, en general, una parte afectada con interés en ello.⁶ Por lo tanto, pueden existir dos tipos de exámenes obligatorios: potenciales o imperativos. En el primer caso, el examen puede tener lugar o no, dependiendo de las partes (que ostentan legitimación para exigirlo). En el segundo caso, la eficacia del plan siempre dependerá de la emisión del informe de examinación. La determinación de cuál de estas dos soluciones es más correcta depende de una serie de factores. Sin duda, el examen potencial añade flexibilidad, puede limitar los costes del procedimiento sin afectar

⁴ El problema del coste resulta esencial en las reestructuraciones extrajudiciales, al igual que sucede en los procedimientos formales. Cualquier decisión legislativa encaminada a incluir herramientas informativas adicionales debe adoptarse considerando este límite. El problema del coste ha surgido en las encuestas de todas las jurisdicciones.

⁵ El hecho de que los exámenes añadan transparencia y ayuden a los acreedores a evaluar la validez del plan no implica que, en todas las jurisdicciones, los profesionales que redactan los planes estén obligados frente a todos los participantes en el proceso. Naturalmente, las cosas variarán en función de si el informe es obligatorio o voluntario, y también de otras circunstancias como quién ha realizado el nombramiento y quién paga los honorarios. En cualquier caso, en algunas jurisdicciones normalmente no habrá eficacia contractual entre el experto y cualquier persona distinta de quien le ha contratado. Además, las exclusiones de responsabilidad contractual y extracontractual son habituales en estos informes. Por lo tanto, la medida en que los acreedores pueden confiar en el informe del experto puede resultar cuestionable. No pertenece al ámbito de este trabajo, puesto que también depende de la estructura del sistema de responsabilidad civil de cada jurisdicción el determinar si el examinador es responsable directamente frente a terceros en relación con la información contenida en el informe, o sugerir la introducción de semejante responsabilidad. Lo mismo ocurre con la posible responsabilidad penal o administrativa.

⁶ Así ocurre en el sistema español. Conforme al artículo 71 bis de la Ley Concursal, el deudor o cualquier acreedor puede solicitar el nombramiento de un experto independiente que emitirá un informe sobre “el carácter razonable y realizable del plan de viabilidad, sobre la proporcionalidad de las garantías (...)”, etc.

negativamente a los intereses de las partes, y parece ser la solución preferida para los deudores de pequeño tamaño. Al contrario, también puede causar demoras en el procedimiento cuando la solicitud del examen se produce en un estadio tardío o cuando existan varias solicitudes y el sistema no permita una coordinación sencilla. Un sistema puramente imperativo tiene la ventaja de la seguridad jurídica, que suele ser la víctima más común de la flexibilidad. En cualquier caso, la preferencia por uno u otro modelo (o una combinación de ambos) dependerá de cómo esté regulado el examen. Haremos referencia brevemente a las partes más relevantes de su regulación.

- El nombramiento del experto es un elemento que debe ser considerado cuidadosamente. No es tan relevante quién realice el nombramiento formal, como quién seleccione realmente al experto. El nombramiento formal puede provenir de un tribunal (no necesariamente del juez, sino que, dada la naturaleza meramente procesal del acto, puede ser acordado por personal del juzgado), de un tercero independiente (por ejemplo, el Registro mercantil, o un notario), el deudor o los acreedores que ostenten legitimación para ello. Las primeras dos opciones (tribunal o tercero independiente) respaldan la independencia del experto o, al menos, la apariencia objetiva externa de independencia (un beneficio que no debe subestimarse). Este tipo de nombramiento a menudo se complementa con un proceso de selección aleatoria, conforme al cual la persona competente para realizar el nombramiento sigue el orden de una lista predefinida de expertos, o simplemente lo realiza por sorteo. Naturalmente, la parte negativa de este tipo de nombramiento es su rigidez, así como su incapacidad para seleccionar al experto más apropiado para un caso concreto. A menos que la lista de expertos solo incluya a profesionales o entidades alta —y similarmente— cualificados, existe la posibilidad de que el designado carezca de los conocimientos necesarios para un gran caso, o de la experiencia/especialización para analizar el plan de negocio de una empresa que opere en un sector complejo del mercado. Como estos riesgos son mínimos en el caso de las pymes con dificultades financieras, el sistema basado en una selección aleatoria puede ser más adecuado en estos casos. La alternativa es la selección por las partes.⁷ Las ventajas de esta solución son los inconvenientes del modelo anterior, y viceversa. La propuesta realizada por el deudor puede disminuir la apariencia de objetividad e independencia del designado, especialmente en aquellos casos en los cuales los acreedores no se han podido pronunciar. Esto podría causar una pérdida de confianza y hacer que el examen sea inútil para los acreedores. La propuesta realizada por los acreedores también puede suponer problemas de objetividad entre clases de acreedores con rangos distintos, o entre acreedores cuyos intereses no estén alineados (por ejemplo, debido a la distinta garantía que puedan tener) y, en una fase tan temprana, esto puede generar problemas logísticos (¿qué acreedores pueden hacer la propuesta? ¿Deberían poder participar todos los acreedores —relevantes—? ¿Cómo debe adoptarse la decisión?). Sin embargo, el nombramiento por los acreedores ha demostrado ser un acierto en la práctica internacional, especialmente para los casos grandes y en las jurisdicciones desarrolladas, y está más alineado con el nombramiento de profesionales en general en una economía de mercado. La selección de las partes puede dar lugar, si lo permite la ley, al nombramiento de varios expertos, y la emisión de varios informes. Si eso ocurre, la ley debe incluir una norma que garantice que no se grava indebidamente el patrimonio del deudor (por ejemplo, mediante la distribución de los costes entre

⁷ Como se afirma en el cuerpo del texto, la selección por las partes también puede ir seguida de su nombramiento formal cuando la ley lo permita, o puede consistir en su capacidad para proponer formalmente un experto para que el tribunal le nombre (o, menos frecuentemente, para que el nombramiento lo realice un tercero independiente).

las partes interesadas, con el establecimiento de un límite máximo correspondiente a los honorarios del experto correspondientes a un solo informe).⁸

- Los sistemas legales suelen incluir una lista de motivos para descartar el nombramiento de profesionales que puedan encontrarse en una situación de conflicto de intereses. Normalmente se considera que existe un conflicto cuando el experto ha actuado profesionalmente para el deudor o para sus socios mayoritarios en un periodo razonable de tiempo anterior al nombramiento. El conflicto también puede existir cuando esta relación ha existido con los principales acreedores, aunque la mera existencia de un vínculo profesional previo no debería ser suficiente para descartar el nombramiento.⁹ Es necesario que exista una conexión mucho más cercana y permanente, y debería exigirse un análisis de cada caso concreto que tenga en cuenta todas las circunstancias. Recuérdese que el examen se refiere a la situación y a las expectativas de salvamento del deudor, no de los acreedores. Si bien entendemos que las normas rígidas que eviten el conflicto son una parte importante de los sistemas procesales en la Europa continental, debería considerarse la adopción de un enfoque diferente: uno que insista en la transparencia, más que en la prohibición absoluta. Los profesionales designados deberían tener un intenso deber de transparencia en relación con cualquier actividad o circunstancia que pueda afectar a la objetividad de su juicio profesional. A partir de ahí, dependería de las partes el evitar seleccionar a aquellos profesionales que no tengan credibilidad: ¿por qué seleccionar a un experto cuyo informe va a ser ignorado por las partes relevantes? Este enfoque podría reducir los costes e incrementar la información disponible. La solución, sin embargo, puede resultar menos convincente en los casos más pequeños, en los cuales la pasividad de muchas partes reduce la posibilidad de controlar al designado.
- Un conflicto potencial diferente también puede darse en aquellos sistemas en los que el examen lo realiza un mediador o algún otro tipo de profesional que sea competente para realizar otras tareas además de proporcionar una opinión sobre el plan dentro del procedimiento extrajudicial. Un ejemplo sería el mediador concursal en el procedimiento para pymes que existe en España o, en Italia, el administrador judicial, que puede ser nombrado como administrador concursal en caso de que se inicie un procedimiento posterior de insolvencia. Aunque ciertamente existen ventajas al nombrar a la misma persona para el proceso extrajudicial y, en el caso de que este fracase, para el procedimiento formal de insolvencia (como administrador concursal), el profesional en cuestión puede verse tentado a actuar de forma que se incremente la probabilidad de que su trabajo se prorrogue. Este problema puede atajarse sencillamente con la creación de incentivos adecuados en la fase extrajudicial (por ejemplo, incrementando los honorarios en el caso de que se apruebe y ejecute exitosamente un plan).
- El sistema debería incluir una norma clara sobre quién *soporta el coste* del examen. La experiencia muestra que, en la mayoría de los casos, los costes son soportados por el deudor. Evidentemente, así ocurre cuando el examen se produce a iniciativa del deudor. Sin embargo, es muy común que la iniciativa del deudor enmascare un acuerdo previo con los principales acreedores, que son en realidad quienes eligen al experto (cuando las partes están legitimadas para ello, véase supra). En realidad, existen pocas alternativas a considerar el examen como un

⁸ Esta sería la regla aplicable al examen general del plan. En caso de que sea necesario valorar activos especiales, pueden ser necesarios informes adicionales.

⁹ En algunos países, existen normas y estándares generales de independencia. En Italia, por ejemplo, las relaciones previas con el deudor o con los acreedores excluyen la independencia (Art. 67(3)(d), Legge Fallimentare).

coste inherente al proceso y, por lo tanto, a abonarlo con los activos de la empresa que atraviesa las dificultades financieras. A menos que se produzcan prácticas abusivas, esta parece ser la solución correcta: si el deudor ya es insolvente, la asunción del coste por el deudor será más aparente que real, porque en última instancia el coste será sufragado con el dinero disponible para pagar a los acreedores;¹⁰ y, si el deudor únicamente atraviesa dificultades de liquidez, no existen razones para imponer los costes a terceros. La regla debería ser diferente cuando se solicita más de un informe. Cualquier informe adicional debería ser pagado por quien lo solicita. Por lo que respecta al importe de los honorarios, deberían ser determinados por el mercado. No existen motivos para crear un sistema de retribuciones preestablecidas, como ocurre en algunos países (por ejemplo, Italia, España y Alemania) para los administradores concursales. La falta de predefinición de los criterios para determinar los honorarios debería ir acompañada por la posibilidad de que las partes relevantes se opongán cuando estos resulten abusivos (véase también el Capítulo 4, par. 2.4, sobre los honorarios de los asesores).¹¹

Recomendación de política legislativa #6.2 (Examen del plan). Aunque un examen profesional del plan no siempre resulta necesario, es aconsejable en la mayoría de los casos. Solo cuando el deudor sea una microentidad con un modelo básico de negocio, puede excluirse el examen *ab initio*.

El examen puede ser obligatorio en todos los casos o solo potencialmente obligatorio, cuando el deudor o los acreedores lo soliciten. Aunque ambos sistemas son aceptables, el último añade flexibilidad y puede limitar el coste del procedimiento.

Aunque la realización de más de un examen puede ser una posibilidad, no debería ser la norma y, lo que es más importante, debería regularse la distribución del coste de los informes adicionales entre quienes los solicitan.

El examinador debe ser un profesional capacitado, adaptado a las especificidades del caso e independiente de las partes. Las relaciones profesionales preexistentes con los acreedores no deben considerarse una causa automática de exclusión del experto, siempre y cuando estas relaciones no impidan al examinador la emisión de un juicio independiente. Esto deberá analizarse caso por caso.

El informe debe ser completo y prestar particular atención a la valoración financiera de la viabilidad de la empresa, así como a la probabilidad de ejecución exitosa de la propuesta.

Los informes deben ser controlados *ex post*.

3. Participación y aprobación del plan

¹⁰ En efecto, en el caso de un deudor que ya es insolvente, los costes pueden por lo tanto ser soportados por los acreedores (cada céntimo pagado al experto es, *ceteris paribus*, un céntimo menos para el conjunto de los acreedores). Esto, unido al hecho de que el plan distribuye el valor del patrimonio, crea el riesgo de que los costes sean soportados por una minoría de acreedores.

¹¹ Puede existir un problema si el deudor y el profesional designado no se ponen de acuerdo sobre los honorarios. El deudor desde luego no puede bloquear el nombramiento por esta vía, mientras que el profesional no debería poder exigir unos honorarios desproporcionados porque el deudor al final siempre tendrá que contratarle. Sin embargo, un mecanismo para oponerse a los honorarios abusivos, como se menciona en el cuerpo del texto, es susceptible de solucionar estos problemas cuando las posiciones del deudor y del experto sean irreconciliables.

En esta sección nos referiremos brevemente a los principales problemas detectados en nuestra investigación en relación con la participación de los acreedores en el proceso que conduce a un plan de reestructuración: la determinación de los participantes, los principales aspectos de las negociaciones y algunos elementos destacados del voto. Téngase en cuenta que algunas cuestiones que pertenecen al ámbito de este capítulo se abordan en otro lugar.

3.1. Participantes en el procedimiento de reestructuración

En el contexto de los procedimientos de insolvencia formales y judiciales, todos los acreedores son convocados para participar.¹² No puede excluirse a nadie con un crédito —real o contingente— frente al deudor. La situación, sin embargo, puede ser distinta en un procedimiento extrajudicial. Sin duda, los acuerdos puramente voluntarios, informales y extrajudiciales carecen de reglas imperativas al respecto: el deudor puede decidir libremente quién participa en las negociaciones. Esto no plantea problemas, porque estos procedimientos se mantienen dentro de los límites estrictos del Derecho de contratos —de ahí el carácter privado del contrato, que solo tiene efectos sobre aquellos que voluntariamente consienten negociar con el deudor—, sin que el marco legal vincule ningún efecto especial al acuerdo. Sin embargo, las cosas son muy diferentes en los *procedimientos extrajudiciales regulados*: por “regulados” nos referimos a aquellos procedimientos que cumplen con una serie de requisitos legalmente establecidos, y como consecuencia obtienen protección frente a acciones rescisorias posteriores, se concede un privilegio para la financiación suministrada y los acreedores disidentes o ausentes quedan vinculados por el plan.

La observación de las jurisdicciones europeas ofrece un panorama variopinto: (i) existen procedimientos extrajudiciales en los cuales necesariamente todos los acreedores tienen la oportunidad de participar; (ii) procedimientos en los cuales el deudor puede elegir discrecionalmente a los acreedores participantes; y (iii) procedimientos en los cuales la participación está limitada legalmente a uno o varios tipos de acreedores.¹³

- Los procedimientos de **tipo (i)** (procedimientos extrajudiciales en los cuales necesariamente todos los acreedores tienen la oportunidad de participar) son los más comunes. Constituyen una réplica extrajudicial de los procedimientos de insolvencia formales y judiciales. Por este motivo, es esencial que el diseño del procedimiento ofrezca incentivos para su uso, en lugar de la alternativa judicial. El acceso a estos procedimientos debe ser amplio y laxo, para así permitir su empleo temprano (ya sea sin más o incluyendo la posibilidad de presentar una solicitud en caso de insolvencia inminente). Los procedimientos puramente extrajudiciales a los cuales solo se puede acceder en caso de insolvencia tienen poco sentido: a menudo es demasiado tarde, y el porcentaje de éxitos es mucho menor. No es infrecuente, además, que este tipo de procedimientos no sean más que excusas para procrastinar y retrasar la solución de la crisis. Estos procedimientos deben ser “útiles” para el deudor, y, por lo tanto, la suspensión de las ejecuciones singulares debe ser, al menos, una posibilidad, el acuerdo

¹² Esta participación, sin embargo, puede estar muy restringida, particularmente en el caso de los créditos subordinados. En Alemania, por ejemplo, estos créditos no pueden registrarse excepto en caso de solicitud expresa por el juzgado (sección 174 par. 3 InsO), y los acreedores titulares de este tipo de créditos carecen de derechos de voto al margen del procedimiento de aprobación del plan (sección 77 par. 1 InsO); en el procedimiento del plan, solo tienen derechos de voto si sus créditos no se consideran renunciados de acuerdo con la sección 225 par. 1 InsO.

¹³ Esta restricción también puede afectar al deudor. Así ocurre típicamente cuando una jurisdicción crea un procedimiento específico para pymes y micropymes.

alcanzado debe estar protegido frente a acciones rescisorias posteriores, los deudores deberían continuar al mando del negocio y los acreedores disidentes deben quedar vinculados por el acuerdo. Sin estas “zanahorias”, el procedimiento no se usará. Otro elemento de gran importancia es la coherencia con los requisitos para aprobar un plan en los procedimientos formales: no debe ser más costoso ni más largo hacerlo de forma extrajudicial y, especialmente, las mayorías necesarias no deben ser más altas. La experiencia española ha demostrado que unas mayorías más altas en los procedimientos extrajudiciales “universales” ahuyentan a los deudores. Así ocurre especialmente cuando —otro clarísimo error— el fracaso en la aprobación del plan conduce directa e inevitablemente a la liquidación. De nuevo, España da cuenta de lo anterior. Ambos errores han sido enmendados por el legislador.

- Los procedimientos de **tipo (ii)** (procedimientos en los cuales el deudor puede elegir discrecionalmente a los acreedores participantes) son menos frecuentes y también tienen distintos diseños. La ventaja principal del modelo es, evidentemente, su flexibilidad. El deudor —en la mayoría de las ocasiones, un deudor sofisticado— puede adaptar la reestructuración a su propio contexto, maximizando las probabilidades de éxito tanto en la aprobación del plan como de cara a su ejecución. Pero estos acuerdos requieren habilidades técnicas y un nivel adecuado de información fiable, y pueden no ser útiles a menos que se den ciertas características (es el caso, por ejemplo, de las pymes y micropymes). Naturalmente, estos acuerdos solo vinculan a los acreedores participantes. La protección frente a acciones rescisorias posteriores o la preferencia para la nueva financiación únicamente deberían otorgarse si el plan resulta objetivamente favorable al deudor,¹⁴ o cuando se alcanzan determinadas mayorías del pasivo. De lo contrario, se externalizaría el riesgo del acuerdo a los acreedores no participantes y a otros afectados relevantes.
- Los procedimientos de **tipo (iii)** (procedimientos en los cuales la participación está limitada legalmente a uno o varios tipos de acreedores), restringidos uno o varios grupos de acreedores, han resultado exitosos cuando implican a acreedores sofisticados, con experiencia en reestructuraciones y conscientes de que la íntegra satisfacción de otros acreedores (por ejemplo, proveedores, trabajadores) incrementa sus expectativas de recuperación cuando la empresa sea viable. Estos acreedores son también los mejor situados para evaluar qué empresas tienen un valor en funcionamiento positivo y, por lo tanto, merecen una mayor inversión (o, al menos, apoyo mediante la concesión de esperas). Limitar el ámbito de la negociación a unos pocos jugadores que se repiten también facilita los acuerdos: existe una mayor probabilidad de que los acreedores se comporten de manera profesional; las partes a menudo se conocen entre ellas y están familiarizadas con el entorno; las normas suelen ser claras (no es infrecuente que no sea necesario siguiera un acuerdo de no iniciar ejecuciones singulares cuando el procedimiento no contempla la suspensión de las mismas); y no abundan los comportamientos inadecuados, debido al riesgo de daños reputacionales. Además, que la negociación se produzca entre menos personas reduce los costes de transacción. Los bancos y otros prestamistas profesionales suelen tener más información que nadie sobre el deudor (quizá con la excepción de las autoridades tributarias), y esta circunstancia también incrementa la probabilidad de alcanzar un acuerdo

¹⁴ España ha incluido un tipo de acuerdo de refinanciación que está protegido frente a acciones rescisorias sin que se exija ninguna mayoría concreta, porque el contenido del plan —definido por la ley— resulta tan claramente favorable al deudor —y, por lo tanto, a sus acreedores— que ello merece un escudo protector. Sin embargo, los requisitos relativos al contenido del plan son extremadamente difíciles de cumplir y, por lo tanto, no existen evidencias de que se haya usado nunca.

adecuado. De la investigación llevada a cabo sobre este tipo de procedimientos, sin embargo, se desprenden dos riesgos: por un lado, el ámbito subjetivo del procedimiento debe definirse claramente;¹⁵ por otro, existe un problema adicional cuando los deudores son demasiado pequeños, ya que los acreedores financieros muestran poco o ningún interés en participar. Este último problema debe atajarse por la vía de la supervisión bancaria, mediante códigos de conducta y otras normas que creen incentivos para que los acreedores financieros eviten conductas pasivas. La investigación realizada también muestra que se agradece la flexibilidad en la definición del ámbito subjetivo: en algunos casos, los grandes acreedores comerciales pueden tener el mismo grado de sofisticación que los bancos, y compartir la mayoría de las características que hacen de estos últimos contrapartes adecuadas en las reestructuraciones. Finalmente, el análisis llevado a cabo en algunas jurisdicciones muestra que la exclusión de los créditos públicos de este tipo de acuerdos puede perjudicar al sistema. Al ser dejados fuera, se concede a los acreedores públicos un privilegio fáctico injustificado que puede incluso disuadir a los acreedores financieros de acordar rescatar una empresa viable (la principal preocupación es el rechazo a proporcionar nueva financiación para que esta termine “en las manos de la agencia tributaria” —sic—). Este problema se intensifica en las empresas pequeñas, que suelen acumular los mayores impagos de créditos públicos.¹⁶

3.2. El voto

La decisión sobre la aprobación de un plan puede adoptarse por escrito o en una asamblea de acreedores. No existe una diferencia real en este punto entre los procedimientos judiciales y los extrajudiciales. La información recabada en las entrevistas sobre esta cuestión y el análisis de los distintos sistemas muestran escasos resultados. El principal es que la flexibilidad suele ser un factor que se valora muy positivamente. Debido a la pretendida escasa eficiencia y al elevado coste de las asambleas de acreedores, un sistema abierto, con un periodo para emitir el voto (o para adherirse al plan de cualquier otra manera que proceda), parece la opción preferible. Cuanto mayor es el caso, más clara resulta esta preferencia.

El voto debería estructurarse en clases. Las clases pueden definirse libremente o venir determinadas *ex ante* por la ley. En ambos casos, resulta esencial que las clases aúnen acreedores cuyos créditos tengan el mismo valor económico.¹⁷ Si el diseño de las clases se deja a las partes, la definición de cada clase debería asegurar un nivel de homogeneidad suficiente. La inclusión de los socios como una clase parece despertar reacciones positivas, siempre y cuando existan salvaguardas que aseguren el respeto al sistema de preferencias. El empleo de clases parece menos relevante en los procedimientos que afectan a pymes y micropymes, debido al escaso número de acreedores. Pero las clases no son el único elemento que debe tenerse en consideración. No es infrecuente que surjan problemas en la determinación del valor de las garantías de

¹⁵ En el caso de España, la expresión “acreedores financieros” ha demostrado ser demasiado vaga: por ejemplo, no está claro el régimen legal cuando se produce una cesión de créditos, ni si las garantías están cubiertas por el acuerdo. En menor medida, el mismo problema ha surgido en Italia.

¹⁶ La inclusión de los acreedores públicos (Hacienda, Seguridad Social) en los acuerdos no pretende en modo alguno apoyar que las empresas en dificultades, una vez que ya no pueden obtener financiación bancaria, financien sus actividades mediante la retención de impuestos o de contribuciones a la Seguridad Social, confiando en el hecho de que las autoridades tributarias no son rápidas reaccionando. Esta práctica distorsionada es muy común en algunas jurisdicciones (por ejemplo, Italia) y, cuando va acompañada de un privilegio legal para los créditos tributarios, tiene el efecto de reducir todavía más la tasa de recuperación de los demás acreedores.

¹⁷ Sobre la formación y el tratamiento de las clases de acreedores, véase el Capítulo 2.

los acreedores (lo cual afecta directamente a la participación de los mismos). De manera semejante, puede tener sentido la creación de normas para coordinar el voto en el caso de los grupos: cuando existen distintas garantías dentro del grupo, los acreedores garantizados pueden votar tantas veces como garantías tengan, lo cual multiplica *de facto* su influencia en lo que, de hecho, es un único proceso de reestructuración (un banco presta 200 a la sociedad matriz, y recibe una garantía de tres filiales diferentes: a menos que exista una norma para coordinar las votaciones, el banco tendrá un voto por valor de 200 en las asambleas de cada una de las sociedades). Por otra parte, esta es la consecuencia que, sobre el voto, tienen las normas que atribuyen a los acreedores créditos por el importe íntegro hacia cada deudor, incluidos los garantes.¹⁸

El sistema de mayorías debe alcanzar un equilibrio entre la necesidad de asegurar un sólido apoyo para el plan y la necesidad de que este sea efectivamente posible. En general, solo excepcionalmente deberían considerarse mayorías que superen el 75%. Algunas jurisdicciones tienden a diferenciar las mayorías en función del contenido del acuerdo: cuanto más gravoso sea para los acreedores, mayor es la mayoría que debe alcanzarse. Es muy importante comparar este sistema de mayorías con el que resulta aplicable a los procedimientos formales, para evitar la elección estratégica de instrumentos de reestructuración. Por otro lado, en algunas circunstancias puede estar justificado permitir unas mayorías más reducidas cuando exista un control más intenso y, por lo tanto, un menor riesgo de abuso.

Recomendación de política legislativa #6.3 (*Participación y aprobación del plan*). En

los procedimientos formales de insolvencia, todos los acreedores deben tener la posibilidad de participar. No ocurre lo mismo en los procedimientos extrajudiciales, en los cuales caben distintas opciones.

Cuando una jurisdicción incluye un procedimiento extrajudicial que afecta a todos los acreedores, debe prestarse especial atención a la creación de incentivos para su empleo y a evitar un tratamiento para las partes que sea más desfavorable que el que obtendrían en procedimientos judiciales y formales.

Los procedimientos extrajudiciales pueden regularse para permitir a los deudores seleccionar qué acreedores deben participar. Esto añade flexibilidad. Sin embargo, la eficacia de estos planes es limitada y deben incluirse reglas para salvaguardar el interés de los acreedores no participantes en el caso de que los acuerdos deban protegerse.

Los procedimientos extrajudiciales que solo afectan a algunos acreedores pueden ser una solución adecuada, siempre y cuando:

- (i) El ámbito del procedimiento está adecuadamente definido,**
- (ii) Los acreedores implicados son sofisticados (profesionales),**
- (iii) La exclusión de otros acreedores se basa en fundamentos adecuados, como proveedores o acreedores que no se ajustan. La exclusión de los créditos públicos crea un privilegio de hecho a favor de los acreedores**

¹⁸ Esta es una norma común en muchas jurisdicciones. Por ejemplo, en Alemania, art. 43 InsO (un acreedor que ostente un crédito contra varias personas por un solo pago puede comunicar el importe íntegro en el procedimiento de insolvencia del deudor hasta que sea plenamente satisfecho, siempre y cuando tuviese un crédito por ese importe íntegro en la fecha de inicio de procedimiento de insolvencia); véase también el artículo 61 de la Legge Fallimentare italiana.

públicos, disminuye las probabilidades de éxito del acuerdo y es contraria a la mejor práctica internacional.

La decisión puede tomarse en una asamblea de acreedores o bien permitiendo a los acreedores la emisión del voto durante un determinado periodo de tiempo. Este último método debería incentivarse en los casos más grandes. Las mayorías necesarias en los procedimientos extrajudiciales deberían, en general, no diferir de las previstas para los procedimientos judiciales.

Las mayorías necesarias únicamente deberían superar el 75% con carácter excepcional.

4. La confirmación

4.1. Definición del alcance de la confirmación

Un acuerdo entre un deudor en dificultades y algunos o todos sus acreedores altera los derechos contractuales y de propiedad de estos últimos. La alteración tiene lugar a través de un proceso de acción colectiva, y por lo tanto es posible que exista una minoría de acreedores disidentes. Además, incluso los acreedores no participantes, cuyos derechos contractuales o de propiedad no sufran cambios directos, a menudo se verán indirectamente afectados por los planes, ya que, normalmente, estos incluyen una reestructuración empresarial, lo cual cambia el perfil de riesgo del deudor, y suelen también ofrecer protección frente a acciones rescisorias posteriores y frente a responsabilidad por nueva financiación y por los actos realizados en la ejecución del plan. Por todo lo anterior, la mayoría de los sistemas que se han diseñado para tratar las dificultades financieras de las empresas —ya sea extrajudicialmente o en un procedimiento totalmente formal— incluyen algún tipo de control sobre el contenido del plan por parte de una institución independiente, ya sea un tribunal o una agencia pública. En esta sección analizaremos brevemente los distintos modelos y realzaremos recomendaciones.

En este capítulo, por “confirmación” nos referimos a la aprobación, por parte del tribunal competente o por la agencia administrativa que corresponda, de un plan acordado previamente por un deudor con dificultades financieras y sus acreedores. El plan debe estar dirigido a solventar la situación de crisis, independientemente del tipo de solución (ya se trate de un acuerdo de reorganización con los mismos propietarios, con otros distintos, o una liquidación de cualquier tipo). No se refiere a los simples planes de reestructuración empresarial que no contemplan cambios en relación con las deudas. Además, entendemos que la “confirmación” incluye algún tipo de análisis de las características del plan por parte de la entidad confirmadora, o bien una comprobación material del cumplimiento de los requisitos legales o bien un análisis más en profundidad de la viabilidad del plan. Un control meramente formal y externo de los requisitos legales no se considera una confirmación a los efectos de este capítulo (por ejemplo, la simple notificación del deudor a un juzgado español relativa al inicio de las comunicaciones para alcanzar un acuerdo, art. 5 bis LC, no constituye una confirmación por el juzgado).

4.2. Ventajas e inconvenientes de la confirmación judicial o administrativa del plan

Existen numerosas razones sólidas para incluir un control judicial o administrativo sobre el contenido del plan. Resumidamente, las más evidentes son las siguientes:

- Un plan de reestructuración, susceptible de ser impuesto a los acreedores disidentes o no participantes implica un cambio en los derechos asignados *ex ante*

a las partes, lo cual altera el funcionamiento normal del mercado y afecta a los derechos subjetivos/de propiedad de los interesados. Estos efectos, que alteran las “reglas del juego”, constituyen un Derecho excepcional, y por lo tanto su aplicación debería ser monitorizada por una autoridad independiente.

- Un efecto indirecto sobre la posición de los acreedores (incluso de aquellos que no se ven directamente afectados) lo provoca la protección que la ley otorga frente a las acciones de rescisión posteriores. En tal caso, si, en aras de la agilidad y la eficiencia, la ley de un Estado miembro otorga protección frente a acciones rescisorias incluso sin confirmación judicial/administrativa, entonces un punto medio razonable consiste en exigir que un informe de un experto independiente declare que se cumplen los requisitos legales y que el plan resulta comercialmente viable, de forma que facilita el rescate de la empresa en interés del conjunto de acreedores (no de algunos acreedores individualmente considerados, ni de una mayoría).
- En línea con lo anterior, una confirmación judicial o administrativa protege la legalidad, incrementa la seguridad jurídica y otorga credibilidad al sistema, lo cual impulsa su utilización.
- La confirmación constituye un mecanismo para proteger a los acreedores minoritarios (y, en última instancia, en algunos casos, a los socios). Además, una confirmación que incluya la revisión de la viabilidad del plan sirve para proteger a los interesados no participantes (por ejemplo, los acreedores no vinculados por el plan, los empleados), que carecen de influencia sobre el plan, pero cuyo riesgo a menudo se verá alterado por el contenido del plan.
- En el caso de los deudores de tamaño mediano y grande, más susceptibles de tener conexiones transfronterizas, se facilita el reconocimiento internacional e incentiva la participación de los acreedores extranjeros.

Sin embargo, la inclusión de una confirmación obligatoria del plan no está exenta de costes. Esencialmente, deben considerarse los dos riesgos siguientes:

- En primer lugar, la confirmación puede demorar la ejecución del plan: cuanto más ineficiente/poco desarrollado esté el sistema judicial, mayores serán las demoras. Las encuestas y entrevistas realizadas durante el proyecto confirman que el tiempo es esencial en los procedimientos extrajudiciales, especialmente porque el tiempo que el caso pasa en los tribunales puede afectar a la reputación del deudor y disminuir considerablemente sus posibilidades de conseguir financiación provisional asequible.
- En segundo lugar, existe un riesgo de intervención excesiva por el juez o la autoridad administrativa. El riesgo, que no resulta infrecuente en jurisdicciones con un sistema procesal rígido, consiste en que el órgano confirmador “sustituya” a la voluntad de los acreedores, mediante la revisión del riesgo voluntariamente aceptado por estos. La no confirmación basada en la inviabilidad objetiva del plan, tras un análisis de sus características, debería ser excepcional y fundarse en evidencias suficientes. Los jueces y las autoridades administrativas no son los mejor situados para evaluar la viabilidad del plan, y únicamente deberían sustituir la asunción voluntaria de riesgos de una mayoría de acreedores cuando existan evidencias de abuso o un perjuicio muy claro a los acreedores minoritarios.

En atención a las ventajas y a los riesgos identificados anteriormente, los siguientes epígrafes analizan los posibles sistemas de confirmación. Las recomendaciones que siguen al análisis pretenden maximizar las ventajas y minimizar los riesgos antes descritos.

4.3. ¿Quién debería confirmar el plan?

El órgano competente para confirmar un plan debe ser independiente de las partes y debe tener la capacidad legal para alterar los derechos subjetivos del deudor, de los acreedores y —eventualmente— de terceros. Evidentemente, este órgano será habitualmente de naturaleza pública, dado que la mayoría de los sistemas jurídicos únicamente atribuyen semejantes competencias a las entidades con facultades jurisdiccionales o administrativas.¹⁹ Un análisis comparativo muestra que el órgano competente será o bien un tribunal/juez (en la mayoría de los casos, el tribunal/juez que sería competente para iniciar un procedimiento formal de insolvencia) o un organismo de la insolvencia (esto es, un organismo administrativo, a menudo parte del Ministerio de Justicia o del Ministerio de Economía o Finanzas). El primer modelo es el más común.

En abstracto, no existen motivos para considerar que un modelo es mejor que otro en términos de conocimiento jurídico y experiencia: en los países más desarrollados, los jueces tienen buenas capacidades técnicas y un adecuado nivel de especialización. Sin embargo, esto no siempre es así (y casi nunca lo es en las jurisdicciones en desarrollo), y no existen motivos para que un organismo administrativo no pueda contratar personal con formación igualmente buena sobre la materia.²⁰ El modelo administrativo tiene sus ventajas: el organismo puede estar diseñado como un equipo interdisciplinar, incluyendo a expertos en análisis económico (un recurso muy útil para evaluar la viabilidad del plan). Alternativamente, estas organizaciones pueden ser más libres y por lo tanto más “ágiles” a la hora de encargar opiniones de expertos sobre un plan si se considera necesario. El proceso de toma de decisiones generalmente es interno y, en consecuencia, no está sujeto a demoras estratégicas por las partes (por ejemplo, recursos infundados). Y, finalmente, estas entidades pueden resultar más eficientes, en términos generales, que los tribunales, y tener un nivel de especialización mayor (al menos en comparación con los sistemas judiciales en los cuales los jueces no solo tienen competencia sobre casos de insolvencia —y preinsolvencia—).

Y, sin embargo, el sistema judicial tiene una ventaja clara: en la mayoría de los sistemas, se considerará el órgano más apropiado, desde un punto de vista técnico, para confirmar un plan cuyo efecto sea la alteración de derechos subjetivos (contractuales o de propiedad). De hecho, existen pocas dudas acerca de que un escrutinio judicial debe estar disponible, al menos en forma de recurso, para evitar problemas de constitucionalidad en la vasta mayoría de las jurisdicciones. Por lo tanto, los sistemas en los que la confirmación se atribuye a un organismo administrativo (o, incluso, a una entidad privada), pueden incurrir en demoras, al impugnarse judicialmente sus decisiones de todas maneras.

Con vistas a lo anterior, y teniendo en cuenta los beneficios y riesgos del sistema de confirmación obligatoria, podemos concluir lo siguiente:

- El juzgado es la solución más evidente, y también la más apropiada, cuanto más desarrollado esté el sistema judicial de una determinada jurisdicción. Resulta especialmente apto para generar seguridad jurídica. Reduce la posibilidad de impugnar la decisión (a un recurso al tribunal superior). Sin embargo, como muestran nuestras encuestas, el tiempo es de una importancia vital. Por lo tanto, el procedimiento de confirmación debe ser breve, con escasas formalidades, y las impugnaciones por motivos procedimentales deberían limitarse drásticamente.

¹⁹ Sin embargo, no resulta imposible concebir que la competencia para confirmar sea atribuida a un sujeto/organismo privado. Este sistema privado sería similar a un arbitraje legal obligatorio. No nos consta ninguna jurisdicción con un sistema semejante. Naturalmente, las partes (esto es, los acreedores) no pueden ser el órgano confirmador porque, por definición, su consentimiento ya se habrá prestado antes de la confirmación (y una de las principales razones para la confirmación es, precisamente, la protección de los acreedores minoritarios).

²⁰ De hecho, algunas jurisdicciones (Perú, Colombia) han creado con éxito agencias especializadas para gestionar asuntos relacionados con la insolvencia, precisamente con la finalidad de mejorar el nivel técnico y garantizar mejor la honestidad.

Incluso los jueces más especializados y técnicamente preparados pueden necesitar ayuda para evaluar la viabilidad de un plan. En este sentido, debería preverse un procedimiento sencillo para que el juez obtenga la opinión de un experto, que deberá ser totalmente independiente de las partes. Este procedimiento debería encapsularse y protegerse de las partes, al margen de los casos evidentes de fraude. El recurso adicional a la opinión de un experto, sin embargo, debería ser una excepción cuando el caso ya cuente con la opinión de expertos emitida previamente conforme manda el procedimiento, o incluso a petición de las partes (siempre y cuando el nombramiento del experto se haya producido salvaguardando su independencia).

- El organismo administrativo puede ser una alternativa excelente en los países con sistemas judiciales lentos e ineficientes. Resulta particularmente apropiado para las empresas más pequeñas, en las cuales el plan debería ser sencillo, con abundante uso de plantillas, el número y la sofisticación de los acreedores están limitados y existe un riesgo reducido de decisiones “políticas” debido a la pequeña envergadura de los casos. A menudo, el mismo organismo puede haber participado en el caso durante la negociación y la aprobación del plan, y en algunas jurisdicciones la información relevante sobre el deudor estará alojada en el propio organismo. En los procedimientos relativos a pymes y micropymes, el recurso a un organismo administrativo liberará al sistema judicial de la carga que representan los casos pequeños —o muy pequeños—, los cuales pueden consumir mucho tiempo y recursos, debido a la existencia de rígidos esquemas procesales. La decisión de la agencia de confirmar o rechazar la confirmación del plan debería poder ser impugnada por las partes afectadas. Esta impugnación debe resolverla un tribunal de justicia. Resulta, sin embargo, esencial que el tribunal competente tenga cierto nivel de especialización en cuestiones empresariales. Esto puede no ocurrir en aquellas jurisdicciones en las cuales la decisión del organismo público deba ser recurrida ante un tribunal de lo contencioso-administrativo.
- En ambos casos, es esencial que el recurso contra la confirmación no suspenda la eficacia del plan. Naturalmente, el juez competente debería tener la posibilidad de adoptar medidas cautelares, pero los efectos generales del plan no deberían suspenderse a menos que existan sólidas razones para ello.

4.4. Contenido y clases diferentes de confirmación de un plan

Como antes se ha comentado, los beneficios que conlleva la confirmación del plan parecen superar claramente a los inconvenientes. En aquellos países en los que estos inconvenientes parecen susceptibles de generar auténticos problemas, resulta más sencillo actuar para mitigar estos problemas que buscar un sustituto para las ventajas de la confirmación. Este epígrafe, por lo tanto, parte de la necesidad de que se produzca algún tipo de confirmación, al menos cuando el acuerdo queda protegido frente a acciones rescisorias posteriores o vincula a terceros. Existen varios modelos y tipos diferentes de confirmación. Consideraremos brevemente los escenarios más comunes.

Pero antes de presentar los distintos escenarios, debemos atender de forma somera al alcance de la confirmación, pues es algo que afecta a todos los modelos. *El órgano confirmador necesita centrarse en tres conjuntos de cuestiones que forman parte del contenido del plan:*

- (i) **Los requisitos legales generales y formales.** Esto consiste en garantizar que se han cumplido las formalidades: cuando resulte aplicable, la emisión obligatoria de informes de expertos, la intervención de un notario, las notificaciones a las partes, el uso obligatorio de plantillas para las pymes, etc. Esta es la parte más

básica del control judicial/administrativo, y puede ser llevada a cabo, en algunos casos, por el personal del juzgado.

(ii) **El consentimiento de los acreedores.** Esto se refiere a controlar el cumplimiento de los aspectos materiales de la formación del consentimiento de los acreedores. Evidentemente, esto incluye comprobar que se han alcanzado las mayorías necesarias, pero también aspectos más complicados, como la formación adecuada de las clases de acreedores, o incluso la determinación de los participantes (cuando el acuerdo está limitado a cierto tipo de acreedores). La formación de las clases puede estar predeterminada por la ley o, con algunos límites legales, puede determinarla libremente el deudor con miras a incrementar la probabilidad de que el plan sea aprobado y para adaptarlo a las necesidades de los distintos grupos de acreedores. Este último modelo, que añade flexibilidad al sistema, ha creado problemas de litigiosidad. Merece la pena llamar la atención sobre el hecho de que, por ejemplo, en el Reino Unido, los “schemes of arrangement” contemplan dos confirmaciones judiciales, la primera de ellas relativa a la formación de clases. Aunque esto se ha revelado como una medida útil en los casos grandes y complejos (los “schemes of arrangement” a menudo se refieren a este tipo de casos), parece injustificada en las entidades más pequeñas y, especialmente, en las jurisdicciones con sistemas judiciales menos eficientes. Si bien puede incrementar la transparencia, ello se produce a costa de un largo retraso en el proceso, en una situación en la que el tiempo resulta crucial.²¹

(iii) **El contenido material del plan.** Con esto nos referimos al control de la viabilidad y del carácter realizable del plan, de su potencial para ser ejecutado en la práctica. Este es uno de los aspectos más controvertidos de la confirmación, ya que, por definición, la ejecución exitosa de un plan es algo incierto que implica la asunción de un nuevo riesgo, un riesgo que ha sido voluntariamente aceptado por la mayoría de los acreedores. El análisis de la propuesta y de su contexto por parte de un juez o un órgano administrativo de cara a confirmar o rechazar su conclusión implica sustituir la voluntad privada de las partes, lo cual debería manejarse con cuidado. En realidad, la cuestión se reduce a responder la siguiente pregunta: ¿qué grado de discrecionalidad debería tener el tribunal/organismo a la hora de decidir si confirmar o rechazar un plan previamente acordado? No es este el lugar apropiado para debatir extensamente sobre este tema clásico del Derecho de la insolvencia, de modo que este informe únicamente pretende identificar las mejores prácticas que se desprenden de la investigación realizada.

El alcance de este proyecto es el análisis de varias jurisdicciones de la UE, que comparten con los demás Estados miembro un modelo de economía de mercado. En este contexto, las decisiones que los interesados hayan adoptado libremente y con un nivel adecuado de información deberían, en principio, ser respetadas. Un deudor que atraviesa dificultades financieras y un procedimiento colectivo no son situaciones ordinarias que puedan ser dejadas íntegramente a las partes (y a la ley). Un plan de reestructuración, que modifica el negocio, produce el efecto de proteger esas transacciones del riesgo de acciones rescisorias posteriores, y vincula a los acreedores disidentes/no participantes, y puede tener importantes efectos sobre terceros (incluidos, especialmente, los acreedores no directamente

²¹ Como se ha afirmado anteriormente en este capítulo, algunas jurisdicciones tienen instrumentos de reestructuración que se limitan a los “acreedores financieros” (en España, los acuerdos de refinanciación homologados; en Italia, existe un tipo especial de acuerdo de reestructuración confirmado por el juez que se limita a los acreedores financieros, al amparo del artículo 182-septes de la Legge Fallimentare). La determinación de qué constituye un acreedor financiero ha resultado controvertida y, particularmente en España, ha sido mencionada en las entrevistas cualitativas como uno de los motivos más habituales de queja por los interesados que participan más a menudo en este tipo de procedimiento extrajudicial.

afectados por el plan e incluso acreedores futuros —involuntarios o que no se ajustan— del deudor en crisis). Esta situación se aborda mediante el control del tribunal/organismo, que debería garantizar que el proceso que conduce al plan ha sido correcto y cumple los requisitos legales, que el contenido del plan reúne los requisitos exigidos para proteger a los acreedores afectados y participantes, y que el plan resulta objetivamente “factible”. Es con respecto a este tercer tipo de valoración que debe limitarse la discrecionalidad. Un tribunal/organismo no siempre estará en la mejor posición para hacer este tipo de valoración. Y, aunque lo estuviera, estaría injustificado, en general, que el juez/organismo sustituyera la voluntad de las partes. Votar a favor del plan implica —de manera casi inevitable— un cambio en el nivel de riesgo de los acreedores. Este cambio en el riesgo ha sido voluntariamente aceptado y ninguna autoridad confirmadora puede sustituir una decisión adoptada voluntariamente por los titulares de los derechos de crédito frente al deudor. La confirmación debe, por lo tanto, ser otorgada para proteger a *quienes que no han participado*, o a *quienes han mostrado su oposición votando en contra* del cambio en el nivel de riesgo. Pero, si duda, esto debe tener un límite. Una minoría (acreedores disidentes) no puede imponer su voluntad a una mayoría; mayoría que, en muchos países, implica un elevado porcentaje de los pasivos pendientes.²² Y los acreedores no vinculados por el plan deberían, en general, no sufrir perjuicio alguno, ya que sus créditos serán íntegramente satisfechos en caso de que el plan se ejecute. Su riesgo se limita, pues, al daño que sufrirían en caso de que el plan no pueda ejecutarse de forma efectiva y los efectos antes mencionados no puedan revertirse.

Tanto los intereses de la minoría participante (acreedores vinculados por el plan) como los de los acreedores no vinculados por el plan merecen protección, pero ello debe sopesarse con la decisión objetiva e informada del resto de los acreedores. Por este motivo, la discrecionalidad de la autoridad que concede la confirmación debe limitarse a garantizar que no se produce un empleo inadecuado del plan. Así se cumple el estándar conforme al cual la autoridad judicial o administrativa debería ignorar la decisión de una mayoría de los acreedores, y rechazar un plan por sus características (más concretamente, debido a su carácter irrealizable) cuando sea obvio, para un operador de mercado del sector de actividad del deudor, que emplee una diligencia comercial mínima y básica, que el plan no podrá ser ejecutado con éxito. Finalmente, debería hacerse hincapié en que una discrecionalidad judicial/administrativa excesiva disminuye la previsibilidad, perjudica a la seguridad jurídica y perjudica el uso del sistema.²³

²² En algunos países, se exige una mayoría del 75% (por ejemplo, España; Italia en relación con los acuerdos extrajudiciales con acreedores financieros); en otros, se exige una mayoría del 50%+1 del total del pasivo más una mayoría por cabezas (Alemania); en otros, una mayoría simple del 50%+1 del pasivo (procedimientos formales de insolvencia en Italia).

²³ Esto resulta coherente con los resultados obtenidos en España, donde los interesados mostraron más preocupación por la escasa previsibilidad del sistema que por el riesgo de comportamientos abusivos por el deudor y sus principales acreedores (esto es, los acreedores mayoritarios).

La investigación en España, sin embargo, mostró una cierta preocupación en relación con posibles abusos por parte de los acreedores mayoritarios en las reestructuraciones muy grandes. En particular, los fondos de inversión extranjeros que han adquirido grandes carteras de deuda en dificultades, pero que a pesar de ello son acreedores minoritarios, se quejaron de que los bancos españoles (los acreedores mayoritarios) aceptaban planes “objetivamente irrealizables” por lo que denominaron motivos “políticos” (véase el Informe Nacional sobre España, disponible en <www.codire.eu>). Debemos señalar que estas quejas no fueron confirmadas por los tribunales. Es interesante observar que los acreedores financieros pueden tener perfiles muy distintos y que sus intereses no siempre están alineados. Mientras que los fondos de inversión a menudo intentan ganar beneficios rápidamente, los bancos pueden desear hacer un esfuerzo para mantener a flote a un cliente importante. Además, parece razonable creer que, al menos en los casos más grandes

También es necesario controlar el contenido del plan en relación con el tratamiento de los acreedores afectados. Especialmente en los acuerdos de reestructuración extrajudiciales, acreedores semejantes pueden ser tratados de forma diferente o bien puede que se les pida que asuman un sacrificio susceptible de ser considerado injustificado. Si el juez considera que así ocurre, el plan no debería ser confirmado. En la mayoría de los modelos, sin embargo, el control de este tipo de ilegalidad se produce *ex post*, mediante un recurso a instancia de parte contra la confirmación del plan. Desde el punto de vista de la eficiencia, es probablemente más razonable que este control se realice *ex post*, ya que las partes afectadas son quienes pueden identificar el abuso incurriendo en unos menores costes de transacción. Nos referiremos más extensamente a esta cuestión en el siguiente apartado.

Finalmente, la confirmación también es el acto procesal que se toma como referencia para extender los efectos del plan a los acreedores y clases disidentes. Los detalles se analizan en otro lugar de este informe.²⁴

En base a todo lo anterior, los posibles escenarios para la confirmación de un plan de reestructuración son los siguientes:

- **Escenario I. Confirmación obligatoria con control *ex ante*.**- Conforme a este escenario, el deudor —o, con menor frecuencia, los acreedores— solicitan la confirmación de un plan de reestructuración previamente acordado por las mayorías necesarias. La solicitud de confirmación debe incluir no solo la petición formal con el plan y sus anexos, sino también cualquier evaluación del plan realizada por expertos (independientes o a instancia de parte). De acuerdo con este esquema, el tribunal/organismo realizará un análisis completo del plan. Esto incluye: (i) comprobar que se cumplen todos los requisitos legales de forma; y (ii) un análisis del contenido, incluida una valoración de la viabilidad del plan. Este escenario tiene dos modelos posibles, en función de cuándo pueden hacer alegaciones las partes disidentes: en el modelo más habitual, el plazo que transcurre entre la solicitud de confirmación y la decisión es corto (por ejemplo, 10 días en España), y nadie puede aportar documentos o realizar alegaciones, una posibilidad que solo existe en caso de recurso *ex post* contra la decisión de confirmar el plan. Alternativamente, un procedimiento puede permitir a las partes que aporten información durante el periodo previo a la confirmación o rechazo del plan, facilitando así el proceso de toma de decisión de la autoridad relevante (véase también el artículo 10.4 de la Propuesta de Directiva, que exige que la decisión se tome en el plazo de 30 días desde la presentación de la solicitud).²⁵ Como hemos comentado, el segundo modelo puede enriquecer una decisión que debe tomarse en atención al contenido; pero también puede demorar el procedimiento (si existe más información disponible, el juez/organismo puede necesitar más tiempo para tomar una decisión). En cualquier caso, ambos modelos deben permitir que las partes impugnen la decisión. El recurso, que debería plantearse ante el tribunal jerárquicamente superior, *no debe suspender la ejecución del plan*, con salvaguarda de la posibilidad de que el órgano competente ordene medidas cautelares. Estas medidas cautelares deben limitarse y afectar únicamente a la parte del plan susceptible de causar un daño que no pueda ser

(Abengoa, FCC, etc.), los bancos evaluaron las consecuencias reputacionales negativas que habría creado el rechazo del plan. ¿Es esto injusto? ¿Debería el sistema atajar estas prácticas?

²⁴ Véase el Capítulo 2, par. 9.

²⁵ Por ejemplo, en Italia los acreedores disponen de 30 días para oponerse a la confirmación y el tribunal normalmente se pronuncia en el plazo de pocas semanas tras la finalización del plazo para oponerse.

reparado (o cuya reparación sería muy costosa). Nuestra investigación muestra que los periodos largos de suspensión de los efectos del plan pueden causar serios daños a la credibilidad del sistema.

- **Escenario II. Confirmación obligatoria con control *ex post*.**- Este modelo pretende acelerar el proceso de toma de decisiones mediante la inclusión de un somero control inicial y dejando el análisis del contenido para un recurso *ex post* contra el plan. Este modelo se basa intensamente en la idea de que el proceso que conduce al acuerdo ya incorpora suficientes controles y mecanismos que garantizan que las partes participantes están bien protegidas y, por lo tanto, la litigiosidad (recursos contra la confirmación) será escasa. Naturalmente, esta idea resulta más convincente cuanto más elevadas son las mayorías necesarias para aprobar el plan y cuanta más información deba incorporarse obligatoriamente al proceso (por ejemplo, informes obligatorios de expertos). De acuerdo con este escenario, el deudor (o los acreedores) solicitarán la confirmación del plan ya aprobado con las mayorías necesarias. El tribunal/organismo solo realizará un control somero del contenido (la mera apariencia objetiva de “viabilidad”), así como un exhaustivo control del cumplimiento de los requisitos legales (requisitos formales, mayorías, etc.). La decisión puede, obviamente, ser objeto de recurso por parte de los acreedores disidentes o no participantes. Es en ese recurso donde el juez competente tomará la decisión sobre el contenido del plan, incluida su “viabilidad”. Los acreedores también pueden impugnar el cumplimiento de cualquier requisito formal y legal del proceso que ya haya sido comprobado por el juez de primera instancia o por el organismo administrativo. En este caso, la falta de control inicial sobre el contenido del plan aconseja prudencia respecto a la inmediata ejecución del mismo. Aunque no existen motivos para demorar su plena eficacia hasta que se resuelva el recurso, la admisión de este puede incluir la suspensión inicial de algunas partes del plan. Esto deberá decidirlo el tribunal competente al admitir a trámite el caso.
- **Escenario III. Confirmación potencial.** Conforme a este escenario, la confirmación sería la consecuencia automática del transcurso de un periodo de tiempo: si nadie solicita el control judicial/administrativo o impugna la confirmación (dependiendo del modelo), el plan se consideraría confirmado una vez transcurrido determinado periodo de tiempo. Este sistema tiene dos objetivos: por un lado, pretende reducir la intervención del tribunal, simplificando el proceso y reduciendo la carga del marco institucional relevante. Por otro lado, busca la participación activa de los acreedores, a menudo demasiado pasivos en los procedimientos de reestructuración, particularmente en el caso de las pymes y micropymes. Como se ha mencionado en el Capítulo 5, la pasividad también puede atajarse excluyendo a los acreedores no participantes del cómputo de las mayorías necesarias y, en algunos casos, con la introducción de la regla del “consentimiento presunto”. Cuando la ley establece una regla del “consentimiento presunto”, el legislador debe tener cuidado a la hora de introducir también una regla de “confirmación potencial”, ya que la combinación de ambas puede ser desaconsejable. En cualquier caso, la confirmación obtenida por el paso del tiempo también debería poder ser recurrida por los acreedores disidentes/no participantes, aunque posiblemente en atención a fundamentos más limitados y consistentes en el perjuicio a sus derechos. La falta de una actuación temprana no puede ser considerada en todos los casos como un argumento suficiente para privarles de *cualquier* derecho a recurrir.

En este caso, el juez que lo decida será el competente para confirmar en primera instancia (no el tribunal jerárquicamente superior).²⁶ Téngase en cuenta que, en algunos casos (especialmente en los más grandes, en los cuales la confirmación potencial parece menos adecuada) se proporcionará nueva financiación. En muchos sistemas, la nueva financiación se protege *ex post* en caso de posterior insolvencia del deudor. Esto afecta inmediatamente al nivel de riesgo de todos los acreedores, incluidos aquellos que —sobre el papel— no se ven afectados por el plan. En estos casos, todos los acreedores deberían estar legitimados para solicitar la confirmación, incluso por motivos tasados.

Los efectos de la confirmación del plan son su aplicación inmediata y la sustitución de cualesquiera efectos legales sobre el deudor y los acreedores por los previstos en el plan (principalmente, las quitas y las esperas acordadas). El rechazo del plan suele significar el final del procedimiento regulado y de la mayoría (no necesariamente todos) de los efectos legales que pueda haber generado,²⁷ aunque en algunos casos las partes pueden reformular el plan. La negativa del tribunal a confirmar el plan a menudo conduce a la apertura de procedimientos de insolvencia formales y judiciales (si el deudor es insolvente) o, en algunos casos, al inicio de la liquidación.²⁸

4.5. Recursos contra la decisión de confirmar o denegar la confirmación del plan

Como se desprende de los apartados anteriores, la posibilidad de recurrir la decisión de confirmar o rechazar la solicitud de confirmación del plan está incluida en la mayoría de los sistemas y se corresponde con las mejores prácticas. De hecho, privar a las partes en general de la posibilidad de apelar puede crear problemas de constitucionalidad en algunas jurisdicciones.²⁹ En la mayoría de los casos, el tribunal jerárquicamente superior será competente para pronunciarse sobre el recurso. Sin embargo, esto puede no ser así cuando la confirmación se produce tras un mero control de los requisitos formales o cuando la decisión inicial la ha adoptado un organismo administrativo, en cuyo caso el recurso puede resolverlo el tribunal de primera instancia. Que la competencia funcional se atribuya al juzgado de lo mercantil (esto es, el órgano de jurisdicción civil que sería competente para iniciar el procedimiento formal de insolvencia sobre un determinado deudor) o al juzgado de lo contencioso-administrativo, es algo que debe decidirlo la ley sobre jurisdicción de cada Estado. Sin embargo, si la

²⁶ Una alternativa sería permitir a los acreedores disidentes/no participantes solicitar la confirmación durante un plazo previsto en la ley. En este caso, el acreedor solicitante podría aportar al caso documentos, informes y otros elementos de prueba. Naturalmente, incluso en este caso —y en coherencia con los escenarios anteriores— los acreedores podrían oponerse a la confirmación, pero, en esta ocasión, ante el tribunal jerárquicamente superior. Sin embargo, es menos evidente determinar si acreedores que han sido debidamente notificados, y que han tenido la oportunidad de solicitar la confirmación y no lo han hecho, deben poder recurrir contra la confirmación automática producida por el mero paso del tiempo. Si se permite, la ley podría limitar las causas del recurso.

²⁷ Existen determinados efectos que deben preservarse a pesar de que el tribunal competente rechace el plan, por ejemplo, la protección frente a acciones rescisorias de la nueva financiación otorgada de buena fe para que el deudor pueda mantener la empresa en funcionamiento mientras negocia el acuerdo de reestructuración.

²⁸ En España, la introducción de una norma que estableciera la apertura automática de la liquidación, en caso de fracaso de un procedimiento de reestructuración extrajudicial regulado, fue mayoritariamente considerada como generadora de consecuencias negativas importantes. Esta norma estuvo en vigor hasta 2015 para el procedimiento extrajudicial especial para pymes (el acuerdo extrajudicial de pagos). Como consecuencia de esta norma, el procedimiento apenas se usaba, ya que los deudores no querían arriesgarse a ir directamente a la liquidación. La norma ha cambiado desde entonces.

²⁹ Sin embargo, no es necesariamente así en todas las jurisdicciones. Conforme a la Carta Europea de Derechos Humanos, una segunda instancia solo es estrictamente necesaria en los casos penales.

solución es esta última, resulta recomendable asignar el recurso a un juzgado que tenga alguna especialización en asuntos empresariales o económicos (o, al menos, esta competencia debería estar concentrada en uno o en pocos juzgados administrativos de primera instancia, de modo que, gracias al volumen considerable de casos, puedan ganar experiencia).

La decisión debería adoptarse en un procedimiento rápido. Las operaciones de reestructuración no casan bien con largos periodos de incertidumbre: la reputación se erosiona, la financiación deviene cada vez más difícil y los nuevos proyectos se bloquean. Además, resulta esencial para el correcto funcionamiento del sistema que el recurso no suspenda, con carácter general, la ejecución del plan. Para proteger los intereses de aquellas personas cuyos derechos podrían verse perjudicados por la ejecución del plan, debería bastar con proporcionar al juzgado (que confirma el plan o al jerárquicamente superior, en función del sistema procesal de cada jurisdicción) la posibilidad de limitar la ejecución a algunos de los elementos contenidos en el plan, o de aplicar determinadas medidas cautelares. Una paralización general del plan debería ser excepcional y basarse en motivos muy claros.

En la mayoría de los sistemas, es posible oponerse al plan en base a las mismas causas que se han enumerado anteriormente como elementos que deben ser revisados por el juez/organismo que confirma. En las jurisdicciones en las que la confirmación inicial ha sido meramente formal, y en las que no ha habido un análisis exhaustivo del contenido en atención a su viabilidad, el recurso debería entrar a analizar esto en detalle. Excepto en los casos claros de abuso (que, en la mayoría de los casos, no habrán escapado al control del juez/organismo), la revisión de la viabilidad no necesita ser exhaustiva si el control ya se ha llevado a cabo en primera instancia (una limitación de la revisión de la valoración de los hechos resulta consistente con muchos sistemas procesales). Es posible recurrir la confirmación sobre la base de lo que el acreedor disidente/no participante considera un tratamiento injusto de sus derechos contractuales o de propiedad. No es infrecuente que las leyes empleen conceptos jurídicos indeterminados para justificar el recurso: por ejemplo, la expresión “sacrificio desproporcionado” en Derecho español, o el “perjuicio injustificado” de la Propuesta de Directiva. Aunque estas expresiones pueden ser gestionadas apropiadamente en las jurisdicciones con un alto nivel de especialización judicial, es posible que creen incertidumbre en otras en las cuales los jueces no tienen un nivel técnico tan elevado. En estos últimos casos, algo de ayuda legislativa para clarificar estos conceptos puede ser la mejor opción.³⁰

El sistema debería regular claramente los efectos de la estimación del recurso. Existe poca controversia cuando la confirmación se revierte debido al incumplimiento del un requisito legal, un error en el cómputo de la mayoría o la imposibilidad evidente y objetiva de ejecutar el plan: la ejecución se cancela, se anulan los efectos previstos y aquellos efectos que ya hayan tenido lugar pueden revertirse en la medida de lo posible (con protección de los terceros de buena fe). En otras palabras, el acuerdo se cae para todos los acreedores. Pero el alcance de los efectos de la estimación de un recurso que solo afecte a uno o varios recurrentes está menos claro y puede dar lugar a problemas de seguridad jurídica.³¹ Así ocurre, por ejemplo, cuando el tribunal reconoce que a un acreedor o grupo de acreedores se les ha causado un “sacrificio desproporcionado”, en el sistema español, o que no se cumple la prueba del mejor interés de los acreedores en relación con un acreedor o una clase de acreedores.

³⁰ Incluso en las jurisdicciones en las cuales el nivel técnico y la experiencia del órgano jurisdiccional competente para lidiar con estos asuntos sean adecuados, los interesados se quejan de que el concepto es demasiado vago, lo cual genera problemas de incertidumbre. Así ocurre en España, donde —tras una aplicación del sistema más bien intensa— todavía falta claridad en torno a lo que constituye un “sacrificio desproporcionado” para los acreedores financieros.

³¹ Es el caso de España (véase el Informe Nacional de España, disponible en <www.codire.eu>).

En muchos casos, esto cuestiona la viabilidad de todo el plan, en particular cuando un acreedor principal o un gran número de acreedores se ven (potencialmente) afectados. En este escenario, todo el plan debería cancelarse (*rebus sic stantibus*). Para evitar esta consecuencia, el plan puede establecer suficientes reservas para lidiar con las contingencias adversas (véase el Capítulo 4), entre las cuales destacan las impugnaciones de los acreedores. La ley puede establecer³² que, a falta de tales reservas, el tribunal debe rechazar o cancelar todo el plan directamente, o puede permitir al juez decidir discrecionalmente (una vez consultados los acreedores participantes) si cancelar todo el plan o no.

En el caso de que un recurso solo afecte a la posición de un afectado al amparo del plan y que la viabilidad conjunta del plan no se ponga en duda, una aplicación estricta de los principios procesales debería restringir el efecto de la decisión judicial al recurrente (ámbito subjetivo de la controversia), y los resultados del procedimiento (es decir, un mejor trato) no deberían extenderse a otros afectados en la misma posición. No puede argumentarse válidamente que este resultado incentivaría la litigiosidad (esto es, como la estimación del recurso solo beneficia al recurrente, todos los interesados en la misma posición tienen incentivos para apelar), porque —más bien, en la medida en que— las reglas procesales básicas permiten la acumulación de demandas idénticas, las cuales deberían decidirse en un mismo procedimiento y en una única resolución. Es cierto, sin embargo, que esto derivaría en una situación de injusticia relativa (puesto que afectados idénticos serían tratados de forma diferente), pero los interesados tienen libertad para recurrir y no deberían poder beneficiarse de la —costosa— proactividad ajena (*caveat creditor*).

Recomendación de política legislativa #6.4 (Confirmación del plan). Es preferible la confirmación judicial o administrativa del plan cuando la ley protege el acuerdo frente a acciones rescisorias, otorga preferencia a la nueva financiación o extiende los efectos a los acreedores disidentes o no participantes.

La confirmación puede provenir de un juez o de un organismo administrativo. La preferencia entre un modelo u otro depende de las características de cada jurisdicción.

La confirmación debería revisar: (i) el cumplimiento de los requisitos legales y formales, (ii) la adecuación del consentimiento de los acreedores que ha conducido a la aprobación del plan, y (iii) el contenido material del plan, incluida su viabilidad objetiva.

Al aprobar un plan, una mayoría de acreedores asume voluntariamente un nuevo riesgo. Si bien el juez/organismo debe proteger a los acreedores minoritarios, debe abstenerse de evaluar la adecuación del riesgo asumido: la confirmación solo debe denegarse en los casos muy evidentes de inviabilidad del plan.

Pueden existir diferentes modelos de confirmación: confirmación obligatoria con control *ex ante* o *ex post*, e incluso, en algunos casos, una confirmación meramente potencial.

La confirmación debe poder recurrirse. El proceso para resolver el recurso debe ser rápido y sencillo, y los efectos del plan no deben suspenderse con

³² Como ocurre, por ejemplo, en Alemania.

carácter general, aunque pueden aplicarse medidas cautelares si están justificadas.

En principio, la estimación del recurso en relación con el tratamiento que el plan dispensa a un afectado concreto debería limitar sus efectos al recurrente, y no a otros en situaciones similares o incluso idénticas. Sin embargo, el tribunal debería poder cancelar el plan cuando la nueva situación lo haga inviable o cuando el sacrificio exigido a los acreedores resulte excesivo.

Capítulo 7

La ejecución y la monitorización de los planes*

SUMARIO: 1. Introducción. – 2. La ejecución del plan. – 2.1. La responsabilidad de ejecutar el plan. – 2.2. El cambio en la composición del consejo de administración y la retención de empleados clave. – 2.3. Administradores y altos directivos específicamente nombrados para ejecutar el plan. – 2.4. Nombramiento de un profesional para la enajenación de activos. – 3. La monitorización de la ejecución del plan. – 3.1. La importancia de una monitorización adecuada. – 3.2. Los supervisores. – 3.3. Instrumentos de monitorización. – 4. Reaccionar a la falta de ejecución. – 4.1. Las consecuencias de la falta de ejecución: los “planes zombis”. – 4.2. Posibles soluciones para los planes que no se ejecutan completamente.

1. Introducción

La fase de ejecución sigue a la aprobación del plan de reestructuración y a su confirmación judicial, si el plan está sujeto a confirmación. La extensión y relevancia de esta fase varían mucho en función de los términos del plan: es una fase muy comprimida, incluso sustancialmente ausente, en el caso de los planes de reestructuración que contemplan una ejecución instantánea (esto es, que establecen acciones que deben ejecutarse mediante el propio plan o inmediatamente después de la aprobación/confirmación del plan, como la venta de toda la empresa a un tercero ya identificado en el plan). En otros casos, la ejecución y monitorización del plan de reestructuración puede durar años, implicando por lo tanto una mayor complejidad.

En atención a lo anterior, los párrafos que siguen abordan la ejecución y la monitorización únicamente de los planes que no son “instantáneos”. En estos casos, la ley siempre debería contemplar, entre otras, las siguientes cuestiones:

- (i) quién está al cargo de la ejecución del plan (por ejemplo, la persona/órgano ordinariamente encargada de llevar la empresa, el liquidador, o el director de reestructuraciones);
- (ii) si la monitorización debe llevarla directamente a cabo el tribunal o si se asigna a un profesional de la insolvencia independiente, a los acreedores y/o a otra persona/órgano (por ejemplo, uno o varios administradores, un consejo de auditores, un profesional designado por los acreedores);
- (iii) a quién debe reportar la persona/órgano encargado de monitorizar la ejecución del plan (típicamente, al juzgado, al deudor y, cuando se trate de una sociedad, al órgano de administración, pero muy a menudo también a los acreedores), y cuáles son las consecuencias de la imposibilidad de cumplir con el contenido del plan (por ejemplo, otra reestructuración, la insolvencia, o la modificación del plan directamente por orden del juzgado o mediante el acuerdo del deudor y sus acreedores);
- (iv) cuál ha de ser la reacción ante la falta prolongada de ejecución del plan de reestructuración.

* Aunque ha sido discutido en profundidad y compartido por todos los miembros del equipo de investigación Co.Di.Re., la autoría del epígrafe 1 corresponde a Diletta Lenzi, el epígrafe 2 ha sido redactado por Iacopo Donati (el subepígrafe 2.3 se basa parcialmente en un borrador redactado por Annika Wolf), y los epígrafes 3 y 4 ha sido redactados por Andrea Zorzi.

Por motivos históricos, las normas relativas a estas cuestiones a menudo no son tan eficaces como deberían. El Derecho de la insolvencia está, en general, más preocupado por el acceso del deudor a los instrumentos de reestructuración, la equidad en el procedimiento para obtener la aprobación de los acreedores y la confirmación judicial del plan, en lugar de por la fase de ejecución y monitorización. Esta fase, sin embargo, es importante, y los datos empíricos muestran que durante la fase de ejecución surgen problemas significativos.

Por ese motivo, son particularmente bienvenidas las cláusulas de los planes de reestructuración que establecen normas y criterios para garantizar la ejecución y la monitorización efectivas.¹

En cualquier caso, el establecimiento de sistemas formales de ejecución y monitorización, ya sea por contrato o por ley, siempre debería tener en cuenta los costes que conllevan asociados. Por ese motivo, el tamaño de la empresa reestructurada es un aspecto relevante que debe tenerse en cuenta: en el caso de las pymes, los beneficios derivados de un sistema de ejecución y monitorización efectivas pueden ser fácilmente superados por los costes que implica la puesta en marcha de un sistema semejante.

2. La ejecución del plan

La cuestión de la ejecución adecuada de un plan de reestructuración es doble:

- (i) Por un lado, una ejecución exitosa depende, en buena medida, de la redacción meticulosa del plan, en particular en lo relativo a la razonabilidad de las medidas y proyecciones de resultados esperados, así como el establecimiento de mecanismos de autoajuste eficaces.
- (ii) Por otro lado, en relación con los planes que deben ejecutarse durante un largo periodo de tiempo, la responsabilidad por su ejecución debe estar atribuida de forma clara.

Las cláusulas que deben incluirse en el plan para garantizar su correcta ejecución ya se han analizado en el Capítulo 4, par. 5. Los párrafos que siguen se centran en el segundo aspecto mencionado arriba, esto es, la asignación eficaz de la responsabilidad de la ejecución.

2.1. La responsabilidad de ejecutar el plan

Uno de los elementos definitorios de la mayoría de los instrumentos de reestructuración y de los procedimientos informales de insolvencia es el mantenimiento del deudor al frente de la empresa, posiblemente bajo la supervisión de una autoridad judicial o administrativa, dependiendo del instrumento/procedimiento y en función de las elecciones de cada legislador. En atención a este elemento, a menos que el plan se ejecute “instantáneamente” (véase el par. 1), la responsabilidad de ejecutar el plan se asigna normalmente a la persona u órgano encargado de gestionar la empresa (esto es, el empresario individual en el caso de personas físicas, y el órgano de administración en las sociedades).

Los interesados, principalmente los acreedores, se ven claramente afectados por la adecuación y la temporaneidad de la ejecución del plan. El momento y el importe de su satisfacción depende estrictamente de la capacidad de llevar a cabo las acciones

¹ B. WESSELS, S. MADAUS, ‘Instrument of the European Law Institute - Rescue of Business in Insolvency Law’ (2017), p. 339. Estas cláusulas “pueden ser o bien de naturaleza contractual (por ejemplo, deberes de información) o bien hacer uso de un derecho legal específico para obligar al administrador concursal (o al auditor independiente) a supervisar al deudor y alertar a los acreedores en caso de acciones desleales o de desarrollos negativos, para permitirles iniciar una modificación del plan o nuevos procedimientos (de insolvencia)” (ibíd.).

contempladas en el plan. Sin embargo, dado que el deudor se mantiene al frente del negocio mientras accede a los instrumentos de reestructuración (véase el art. 5 de la Propuesta de Directiva), los acreedores no están legalmente legitimados para ejecutar directamente el plan. Posiblemente solo tengan derechos de monitorización y la posibilidad de activar remedios en caso de una ejecución inadecuada (véase *infra* par. 3).

En algunos casos, puede ser aconsejable reemplazar a los miembros del órgano de administración y a los altos directivos preexistentes y/o nombrar a alguien con la tarea específica de ejecutar el plan de reestructuración. El deudor y sus acreedores siempre pueden negociar este tipo de medidas, que pueden ser consideradas muy valiosas desde la perspectiva de los acreedores que deben aprobar el plan (por ejemplo, cuando los acreedores no confían en los administradores o los administradores carecen de las habilidades y la experiencia necesarias para ejecutar el plan, o ambas cosas suceden).

Sin embargo, imponer estas medidas por la fuerza de la ley —con la promulgación de una norma que inevitablemente sería única para todos los casos— puede resultar ineficiente, especialmente en relación con la sustitución de los administradores y directivos de la sociedad deudora, ya que muy seguramente generaría incentivos adversos (véase par. 2.2). En su lugar, puede ser aconsejable, en algunos casos, promulgar normas que impongan el nombramiento de una persona cuya tarea sea la enajenación de los activos del deudor, lo que en algunas jurisdicciones se conoce como el “liquidador” (véase el par. 2.4).

2.2. El cambio en la composición del consejo de administración y la retención de empleados clave

Como se ha mencionado, el plan puede contemplar cambios en el órgano de administración y altos directivos de la sociedad deudora. Estas medidas pueden resultar particularmente beneficiosas con miras a la ejecución del plan, en aquellos casos en los cuales los administradores o directivos carezcan de la formación o experiencia necesarias para ejecutar exitosamente el plan. Incluso cuando los administradores y directivos tengan esa formación y experiencia, bien puede ocurrir que los acreedores ya no confíen en ellos y, por lo tanto, condicionen su aceptación del plan a la sustitución de aquellos; o bien que no estén en una posición suficientemente objetiva e independiente para llevar a cabo adecuadamente lo que el plan requiere (por ejemplo, pueden estar atados por vínculos personales a empleados despedidos, puede ser necesario que revelen transacciones pasadas que resultaron perjudiciales para la compañía, etc.).

En Italia, las pruebas empíricas sugieren que, cuando el plan contempla la continuación de la empresa por parte de la misma sociedad, la sustitución del órgano de administración está positivamente correlacionada con la probabilidad de la ejecución completa del plan.² Un posible motivo es que el nombramiento de nuevos administradores puede aportar al negocio conocimientos específicos en materia de reestructuración y “una mirada nueva”, facilitándose así la ejecución de las medidas previstas en el plan. Téngase en cuenta, sin embargo, que, en las reestructuraciones extrajudiciales, cuando la empresa continúa en manos del deudor (esto es, sin transmisión del negocio), el cambio en el órgano de administración ocurre raramente.

Si bien las cláusulas del plan que contemplan la sustitución de todo o parte del órgano de administración y altos directivos pueden conllevar los beneficios antes

² En Italia, la sustitución de los miembros del consejo de administración ocurre raramente, particularmente en el caso de las pymes y las empresas familiares. La sustitución de todo o parte de la alta administración constituye sin embargo algo frecuente en las empresas españolas de tamaño mediano o grande (especialmente el nombramiento de un nuevo director financiero). Véanse las partes cualitativas de las investigaciones empíricas italiana y española, disponibles en www.codire.eu.

mencionados, parece desaconsejable que la ley obligue a imponer estas medidas en todas las reestructuraciones. Una obligación general semejante podría establecer incentivos adversos *ex ante* para los administradores y directivos, que percibirán su cese como inevitable, con el probable efecto de que ello demorará el recurso a adoptar medidas de reestructuración preventiva.

Al contrario, es importante retener en la compañía a los empleados más formados y experimentados, que pueden contribuir a la ejecución del plan de reestructuración, especialmente a corto plazo, cuando la supervivencia de la empresa dependa de gestionar rápidamente los problemas y de neutralizar las amenazas (por ejemplo, gestión de la liquidez, litigios pendientes, cobro de créditos pendientes, conservación de las relaciones con proveedores y clientes estratégicos). Para retener a los empleados clave de la compañía, quienes son también los más susceptibles de recibir otras ofertas de empleo, es importante involucrarlos en la negociación del plan cuanto antes y establecer incentivos económicos y morales adecuados para que permanezcan en la compañía (véase el Capítulo 5, par. 4.2).

Recomendación de política legislativa #7.1 (*Establecimiento de cambios en la composición del órgano de administración*). La ley debería permitir que los planes de reestructuración incluyan el compromiso de la compañía de llevar a cabo, como parte de la ejecución, cambios en la composición del órgano de administración y/o del equipo de altos directivos. Sin embargo, la inclusión de este tipo de cláusulas en los planes de reestructuración no debe ser obligatoria.

2.3. Administradores y altos directivos específicamente nombrados para ejecutar el plan³

La ejecución del plan de reestructuración puede delegarse en un director de la reestructuración (“chief restructuring officer”, CRO), nombrado con la finalidad específica de apoyar a la compañía a la hora de implantar las medidas previstas por el plan de reestructuración. Este director puede ser nombrado (o no) en el contexto de un cambio más amplio en la composición del órgano de administración y/o del equipo de altos directivos.

El nombramiento de un CRO puede reportar considerables beneficios en una variedad de circunstancias. Por supuesto, el coste adicional asociado con el nombramiento de un CRO quedará compensado con los beneficios derivados de su actividad únicamente cuando la empresa reestructurada tenga un tamaño considerable.

Las ventajas principales que se asocian con el nombramiento de un CRO son las siguientes:

En primer lugar, el proceso de reestructuración requiere una considerable dedicación temporal. En algunos casos, el tiempo que los administradores necesitarían dedicar a la reestructuración podría ralentizar el resto de la actividad de la empresa y, en última instancia, ser la causa del fracaso en la ejecución del plan. El nombramiento de un CRO permite a los administradores centrarse en la estrategia de la empresa y en las operaciones cotidianas de la misma, mientras el CRO conduce la empresa a través de la reestructuración.

³ Este subepígrafe se basa parcialmente en un borrador redactado por Annika Wolf especialmente para el presente informe final.

En segundo lugar, incluso si los administradores tienen tiempo para dedicarlo al proceso de reestructuración, a menudo carecen de los conocimientos específicos necesarios. Por lo tanto, contratar a un CRO puede ser aconsejable cuando los administradores preexistentes no tengan la formación adecuada en materia de reestructuraciones.

En tercer lugar, los acreedores pueden considerar que los administradores y directivos de la compañía no son de fiar, y no creer que sean capaces de llevar a cabo la reestructuración con integridad y credibilidad. En tales circunstancias, los principales acreedores pueden condicionar su aprobación del plan al nombramiento de un CRO que tenga amplios poderes en relación con la ejecución del plan. De esta forma, prácticamente se obliga a la sociedad deudora a nombrar a un CRO elegido por estos mismos acreedores.

En cuarto lugar, además de los conocimientos aportados por el CRO a la compañía, que pueden formar parte (o no) de las habilidades previas del equipo de administración, la evidencia empírica de naturaleza cualitativa muestra que una de las principales ventajas de contratar un CRO externo es que este no está vinculado al equipo de gestión del deudor, y por lo tanto estará más dispuesto a guiar a la compañía a través de todos los cambios que estime necesarios sin vínculos emocionales que limiten sus acciones.⁴

El CRO es normalmente un puesto temporal ocupado por un profesional (en la mayoría de los casos un administrador concursal o un experto en reestructuraciones e insolvencias) contratado por la sociedad deudora, frecuentemente designado por los acreedores financieros. Adicionalmente, el CRO suele tener una amplia experiencia en contabilidad, finanzas o Derecho.

La retribución del CRO se determina de acuerdo con los términos de su contrato con la sociedad deudora. Las estructuras retributivas varían, y pueden consistir en salarios mensuales, tarifas horarias, honorarios por día o por servicios prestados. En ocasiones, el contrato puede incluir una cláusula que contenga un “bonus por éxito”, que dependerá de lo que el propio contrato defina como “éxito”. Este puede basarse en un “porcentaje del [...] valor de una transacción (venta o refinanciación) o en una parte de la mejora que el CRO sea capaz de implementar en las finanzas”.⁵

El rol del CRO no está definido en la ley, pues se configura en cada caso por las partes y también a través de lo establecido en el plan de reestructuración. Sin embargo, en la mayoría de los casos, se exige al CRO que, *en el corto plazo*, adquiera toda la información relevante sobre la compañía y el plan de reestructuración, se centre en la gestión de la liquidez, y lidie con las amenazas actuales de la organización (por ejemplo, el cierre de líneas de negocio poco rentables, la gestión de litigios pendientes, etc.). Abordar estos problemas potenciales a corto plazo, para así garantizar la continuación a corto plazo de la empresa del deudor, es una condición previa esencial para ejecutar el plan exitosamente. En el medio a largo plazo, en función de los objetivos corporativos de la sociedad, de sus fortalezas y debilidades, el CRO debería hacerse con el control formal de la reestructuración de la compañía en dificultades, concretamente mediante la

⁴ El director financiero de una gran empresa italiana que recientemente atravesó una reestructuración (no se revela su identidad por motivos de confidencialidad) explicó que, si bien muchas compañías nunca desean contratar a un CRO porque indica dificultades financieras, el CRO a menudo es un recurso muy valioso para la empresa debido a su “mirada fresca” y a su experiencia. Este resultado de nuestra investigación es coherente con H. HENRICH, ‘The Role of the CRO in Debtor/Lender Communications in Bankruptcy’, (2004) 23(6) American Bankruptcy Institute Journal.

⁵ T. ONICH, ‘The Chief Restructuring Officer: What Does He or She Do?’ (2013), available at <https://www.dailydac.com/commercialbankruptcy/alternatives/print-view/268> (último acceso el 24 de junio de 2018), con referencia a la posibilidad de que la retribución del CRO sea íntegramente en función de los resultados alcanzados.

adopción de las medidas contempladas en el plan de reestructuración y, si es necesario, superando cualquier resistencia al cambio que pueda surgir internamente en la empresa (como puede ocurrir cuando los administradores preexistentes o los empleados, aunque formalmente cumplan el plan de reestructuración, contrarresten su ejecución).

Merece la pena mencionar que la participación de un CRO también puede preceder a la aprobación (y confirmación) del plan de reestructuración. Es posible nombrar a un CRO, como suele ocurrir en Alemania, con un mandato de alcance más amplio que la mera ejecución del plan, y que incluya también su formulación y negociación. En este sentido, sin embargo, debe tenerse en cuenta que la involucración del CRO en la redacción y negociación del plan puede, por un lado, resultar beneficiosa debido a su mayor conocimiento de la compañía, que puede ser útil en la fase de ejecución. Por otro lado, su involucración previa puede en ocasiones interferir con su “mirada nueva” a la hora de ejecutar el plan.

Guía de actuación #7.1 (Nombramiento de un CRO). El nombramiento de un director de la reestructuración encargado de ejecutar el plan de reestructuración se recomienda para todas las empresas de gran tamaño, mientras que los costes adicionales derivados de este nombramiento pueden superar a los beneficios en el caso de las empresas pequeñas.

2.4. Nombramiento de un profesional para la enajenación de activos

Cuando el plan de reestructuración contempla la venta de todos o parte de los activos del deudor (por ejemplo, la venta unitaria de la empresa en funcionamiento), la responsabilidad de ejecutar el plan (o la parte del mismo que se corresponde con la venta de activos) puede asignarse a un profesional de la insolvencia u otro profesional bajo un mandato específico.

El nombramiento de un profesional con esta tarea puede o bien imponerlo la ley (que puede legitimar al tribunal o a los acreedores para designarlo) o bien venir contemplado en el plan.⁶

La primera opción puede tener sentido cuando el plan prevé la venta de todos los activos o de la mayor parte de los mismos: si la venta de activos es la principal medida contemplada en el plan, el deudor (esto es, la persona u órgano ordinariamente encargada de gestionar la empresa) carecería de interés, o tendría un interés muy limitado, en maximizar el valor en interés de los acreedores, particularmente cuando el deudor puede disfrutar de una limitación de responsabilidad o de un régimen de segunda oportunidad. La elección del profesional debería atribuirse primariamente a los acreedores (posiblemente, con una sanción de su elección por parte de un tribunal) y, si los acreedores no ejercitan su derecho, al juez.

En todos los demás casos, la segunda opción, al dejar la decisión de nombrar a un profesional con la tarea específica de vender los activos del deudor al plan, parece preferible. El nombramiento de un profesional semejante implica costes adicionales. Cuando no existe riesgo de que el deudor carezca de interés en ejecutar el plan, es

⁶ En Derecho italiano, el tribunal nombra a un profesional que actúa en interés de los acreedores como liquidador cuando el plan de reestructuración (“*concordato preventivo*”) contempla la venta de los activos del deudor. En Alemania, la ejecución de un plan de insolvencia (*Insolvenzplan*) es tarea del deudor; el deudor recobra el pleno control sobre los activos que no hayan sido liquidados por el administrador concursal durante el (anterior) procedimiento de insolvencia y, por ejemplo, que no hayan sido integrados en un “trust” por el plan.

razonable dejar a la negociación entre el deudor y los acreedores la decisión de si este nombramiento constituye una medida susceptible de crear valor. Esta valoración depende, evidente y estrictamente, del valor de mercado de los activos que deben venderse y su demanda. Cuanto mayor sea el valor de mercado y menor su demanda, más urgentemente se necesitará a un profesional encargado específicamente con la venta de los activos del deudor en el mejor interés de los acreedores.

Guía de actuación #7.2 (Nombramiento de un profesional para enajenar los activos).

Cuando el plan de reestructuración contempla la venta en el mercado de ciertos activos con un valor económico relevante, particularmente cuando no existe mucha demanda, el plan debería considerar atribuir a los acreedores el derecho a nombrar a un profesional encargado de vender esos activos en el mejor interés de los acreedores.

Recomendación de política legislativa #7.2 (Nombramiento de un profesional para enajenar los activos).

La ley debería establecer el nombramiento de un profesional encargado de ejecutar el plan en lo referente a la venta de los activos del deudor en el mejor interés de los acreedores, cuando dicho plan se base completa o mayoritariamente en la enajenación de los activos del deudor. Los acreedores deberían tener derecho a elegir al liquidador.

3. La monitorización de la ejecución del plan

3.1. La importancia de una monitorización adecuada

Los planes a menudo son complejos e incluyen muchas medidas diferentes, algunas de las cuales deben producirse inmediatamente con la confirmación del plan, mientras que otras ocurren más adelante en el tiempo. A medida que este pasa, el deudor y los acreedores pueden desviar su atención de la ejecución del plan y ello puede causar que esta se estanque. La evidencia empírica de algunas jurisdicciones (particularmente, Italia) sugiere que un altísimo porcentaje de planes no se ejecutan completamente.⁷ Sin embargo, el grado de inejecución no suele registrarse, de modo que los datos pueden reflejar tanto los casos en los cuales la ejecución es casi completa como los casos en los que esta solo ha comenzado, e incluso casos (que la evidencia indica que existen de forma anecdótica) en los que incluso la medida principal del plan no se ha ejecutado. Una monitorización adecuada y, en algunos casos, la reacción ante esta falta de ejecución, son muy importantes para evitar este fenómeno (véase par. 4.1 para algunas explicaciones posibles y par. 4.2 en relación con las razones por las cuales los planes incumplidos no resultan recomendables).

3.2. Los supervisores

Normalmente, el plan lo ejecuta el deudor y, cuando este es una sociedad, sus administradores y directivos. Además de llevar a cabo las acciones que el plan exige al deudor, este también es el primer supervisor de la ejecución del plan. A él mismo le interesa comprobar si las asunciones del plan demuestran ser correctas y si los acontecimientos esperados finalmente se han producido o van a tener lugar según lo previsto. Por lo tanto, los administradores y directivos del deudor ciertamente tienen un

⁷ La información reunida en Italia sobre el acuerdo judicial con los acreedores (“*concordato preventivo*”) muestra que solo una minoría de los planes confirmados (incluidos los planes puramente liquidativos) se ejecutan a tiempo, y algunos son íntegramente ejecutados mucho después de la fecha prevista para la finalización de la ejecución. Véase investigación empírica italiana, disponible en www.codire.eu.

deber hacia este de monitorizar la ejecución del plan. Este deber también puede predicarse de auditores o de consejeros independientes, dependiendo del sistema de gobierno corporativo adoptado por el deudor.

Aunque los administradores y directivos tienen interés en que la monitorización sea continua y atenta, no lo tienen en compartir esta información con los acreedores, o al menos pueden querer seleccionar el grado de ejecución y los posibles problemas que hayan surgido. En algunos casos, por ejemplo, un problema en la ejecución, incluso si es involuntario, puede suponer un incumplimiento contractual, y los deudores pueden no querer revelar este hecho a los acreedores, ante el miedo de que los acreedores decidan denunciar el incumplimiento.

Los auditores y los consejeros independientes pueden tener mejores incentivos para adoptar medidas de cara a los problemas en la ejecución del plan. Sin embargo, estos supervisores se enfrentan a problemas bien conocidos, como por ejemplo la falta de independencia, la falta de información inmediata, etc. Estos problemas se ven, además, acrecentados por el hecho de que el principal factor de disciplina hacia los acreedores suele ser la exigencia de responsabilidad, mientras que la competencia para el nombramiento de estos cargos pertenece al deudor o sus socios.

Por lo tanto, para proteger adecuadamente los intereses de los acreedores, es importante incluirles en el proceso de monitorización. Por supuesto, la monitorización directa por parte de cada acreedor individualmente considerado, si bien es posible, se enfrenta a obstáculos considerables (tiempo, coste, acceso a la información) y está sujeta a los problemas “clásicos” de acción colectiva, en la medida en que cada acreedor supervisor soporta todo el coste, pero solo se apropia de una parte de los beneficios. Se asume, por lo tanto, que algún tipo de supervisión “colectiva” es eficiente, al menos hasta la obtención de información adecuada (para posibles medidas reactivas, véase par. 4.2).

Existen varias maneras de implicar y proteger a los acreedores en la supervisión de la ejecución de un plan.

El principal instrumento para la monitorización por parte de los acreedores puede ser el nombramiento de un comité de acreedores ad hoc o de un representante de los acreedores que supervise la ejecución, proporcione información a los acreedores e interactúe con el deudor en nombre de los acreedores.⁸ Esta forma de monitorización “directa” requiere la existencia de suficientes incentivos para llevar a cabo esta tarea, lo cual dependerá en buena medida del tamaño del deudor.

Un sistema voluntario basado en las cláusulas y nombramientos contenidos en el plan puede funcionar muy bien cuando el plan solo afecta a los acreedores que lo aprueban. Sin embargo, el mismo sistema puede resultar deficiente cuando los efectos del plan han sido extendidos a algunos acreedores. Como los acreedores que no consienten no participan en el nombramiento de los supervisores, no pueden confiar en que estos velarán por sus intereses, de la misma manera en que los acreedores en general no pueden confiar en el deudor para la monitorización del plan.

Por lo tanto, cuando el plan tiene efectos sobre los acreedores que no lo han aprobado, debería nombrarse un supervisor totalmente independiente. El supervisor puede ser un experto independiente designado por el juzgado o por una autoridad administrativa o, quizá y dependiendo del caso, una organización de expertos o algo similar. Los supervisores deben ser expertos, como los administradores concursales, para

⁸ La investigación empírica realizada en España muestra que el nombramiento de un comité supervisor (un órgano compuesto por representantes de los acreedores financieros al cual se le asigna la tarea de controlar el cumplimiento del acuerdo, entre otras funciones) es extremadamente raro (menos del 3% de los acuerdos de refinanciación homologados).

comprender no solo el desarrollo del negocio, sino también las implicaciones que los fallos en la ejecución pueden tener a efectos del Derecho de la insolvencia.

Como muchos Ordenamientos jurídicos ya contemplan la protección de las transacciones realizadas para ejecutar un plan de reestructuración (véase también el art. 17 de la Propuesta de Directiva) y para suministrar nueva financiación, incluida una exención de responsabilidad civil, administrativa y penal (art. 16 de la Propuesta de Directiva), podría discutirse si, en todos los casos en los que existen acreedores que no consienten, incluso si el plan contempla su íntegra satisfacción, estos tienen interés en una supervisión adecuada. La consecuencia es que un comité nombrado por los acreedores nunca será suficientemente independiente, incluso si no se produce una extensión de efectos, porque el plan también contempla medidas que van más allá de esta extensión (los escudos protectores que antes se han mencionado).

Resulta razonable, sin embargo, distinguir entre los efectos directos sobre los derechos de los acreedores (extensión de efectos a los acreedores disidentes) y los efectos indirectos, que se producen como consecuencia de la protección otorgada a algunas transacciones. La Propuesta de Directiva también muestra que existe una diferencia entre las medidas que afectan directamente a los acreedores (extensión de efectos y suspensión de ejecuciones singulares) y las medidas que solo les afectan de modo indirecto (todas las demás), cuando establece que debe nombrarse a un administrador cuando se suspenden las ejecuciones y cuando se produce una extensión de efectos entre clases (art. 5) y que los planes deben ser confirmados por un tribunal o una autoridad administrativa cuando afecten a los intereses de los acreedores disidentes o contemplen nueva financiación (art. 10). Como regla general, por lo tanto, puede afirmarse que debe nombrarse un supervisor independiente cuando el plan afecte directamente a los créditos de los acreedores disidentes.

Guía de actuación #7.3 (Monitorización en el caso de planes que solo afectan a los acreedores que consienten). Los planes deben contemplar medidas adecuadas de supervisión por parte de los acreedores, para activar las acciones y remedios que el propio plan o la ley prevean en caso de incumplimiento.

Guía de actuación #7.4 (Monitorización en el caso de planes que afectan a los acreedores disidentes). Cuando el plan tenga efectos sobre los derechos de los acreedores disidentes y la ley no contemple mecanismos adecuados de supervisión [véase la Recomendación de política legislativa #7.3], el plan debería contemplar medidas de supervisión independiente.

Recomendación de política legislativa #7.3 (Monitorización en el caso de planes que afectan a los acreedores disidentes). La ley debería contemplar medidas adecuadas de supervisión, al menos en relación con los planes que afectan a los derechos de los acreedores disidentes, para garantizar que los incumplimientos pasen desapercibidos debido a la falta de incentivos o de medios de los acreedores para supervisar la ejecución del plan.

3.3. Instrumentos de monitorización

Para monitorizar la ejecución se requiere, en primer lugar, un supervisor independiente (y experto) (véase par. 3.2). La monitorización puede facilitarse en varios sentidos, como por ejemplo con la creación de hitos y umbrales. En algunos casos, sin

embargo, el problema no solo consiste en detectar fallos en la ejecución, sino en asegurarse de que el deudor toma las medidas adecuadas para volver a ponerse en marcha cuando el plan se está quedando atrás. No siempre es posible confiar en la reacción de los acreedores, tanto por los problemas de acción colectiva (véase el par. 4.2) como porque los acreedores pueden carecer de interés en reaccionar, si bien puede existir un interés público en no dejar los planes sin ejecutar (véase el par. 3.1); y el deudor puede no ser un buen supervisor de su propio plan —al menos en relación con los intereses de terceros.

Por lo tanto, puede defenderse el establecimiento de un mecanismo por defecto que transfiera la carga de actuar de los acreedores (o del supervisor) al deudor. El plan o, más probablemente, la ley, podría contemplar un plazo específico para ejecutar el plan y exigir al deudor o a cualquier otro interesado que soliciten una prórroga para evitar que el plan se detenga. La ley podría contemplar un incremento de los requisitos para prorrogar el plan, al menos cuando la solicitud provenga del deudor. Este tipo de mecanismo es habitual y también se emplea en la Propuesta de Directiva para la prórroga de la suspensión de ejecuciones individuales (véase art. 6, par. 4-6).

4. Reaccionar a la falta de ejecución

4.1. Las consecuencias de la falta de ejecución: los “planes zombis”

Los datos empíricos muestran que una parte significativa de los planes de reestructuración no se cumplen como se esperaba, como antes se ha mencionado.⁹ En algunos casos, solo es un problema de retrasos; en otros, es un problema de resultados; y, en muchos casos, son ambos tipos de problemas, esto es, los planes no se ejecutan en el marco temporal previsto y no alcanzan los resultados esperados.

Esto puede conducir a consecuencias diferentes. En primer lugar, el plan puede haber contemplado mecanismos para gestionar la falta de ejecución, es decir, el plan, en cierta medida, se autoajusta. Por ejemplo, el plan puede contener cláusulas contractuales conforme a las cuales los acreedores hayan aceptado *ex ante* el resultado de la mejor liquidación posible de activos específicos, con independencia de cuáles sean los resultados concretos, o bien cláusulas conforme a las cuales los créditos de los acreedores se ven automáticamente reducidos si la empresa, por motivos objetivos, tiene peores resultados que los esperados. Estos mecanismos son típicos de los planes bien redactados y de alta calidad (véase el Capítulo 4), y, al ser el producto de la negociación entre el deudor y los acreedores, en principio deben ser observados.

En segundo lugar, el deudor o los acreedores pueden tomar la iniciativa de renegociar el plan para lidiar con las nuevas circunstancias. Son habituales las reestructuraciones sucesivas, particularmente en Italia. Por un lado, este fenómeno parece producto del optimismo y de la reticencia a reconocer completamente el alcance de las pérdidas generadas, o de la imposibilidad de obtener las quitas necesarias de los acreedores (véase el Capítulo 4, par. 4.5, sobre la importancia de proyecciones realistas de flujos de caja). Por otro lado, la renegociación viene facilitada por el hecho de que las partes implicadas han adquirido información significativa, y, especialmente para el deudor, han adquirido habilidades que los deudores raramente tienen en circunstancias normales. Sin embargo, puede darse un problema de desconfianza en el nuevo plan si los administradores no cambian. En caso de una renegociación, será necesario redactar un nuevo plan, que este sea aprobado y confirmado, de acuerdo con las normas aplicables a la nueva situación (por ejemplo, un plan puramente consensual puede terminar siendo un plan que requiera confirmación judicial). Si esto ocurre, se habrá puesto remedio a la falta de ejecución. Puesto que la renegociación de un plan implica costes, los legisladores pueden plantearse conceder al tribunal o a un supervisor independiente, al menos en

⁹ Véase la nota al pie n.º 7 *supra*.

relación con incumplimientos menores de los términos del plan, la facultad de modificar el plan de acuerdo con lo que parezca convenir más a los intereses de los acreedores.¹⁰

En tercer lugar, el plan puede —ya sea de forma automática por mandato legal o por una orden judicial adoptada de oficio o, por ejemplo, a solicitud de los acreedores— ser resuelto y los créditos originarios de los acreedores reinstaurados, normalmente forzando al deudor a la insolvencia.¹¹

Sin embargo, ocurre que los planes simplemente se detienen en una fase de no ejecución, sin que se tomen iniciativas para modificarlos o resolverlos o, si procede, para transformar el caso en un procedimiento formal de insolvencia (“planes zombis”). Esto puede ocurrir debido al coste que los acreedores individuales deben soportar para adquirir información sobre el deudor y sobre las expectativas de que el plan se ejecute, o debido a la consciencia de que los procedimientos formales de insolvencia no siempre conllevan una mejor solución para los acreedores. Este es el principal motivo por el cual resulta aconsejable establecer una monitorización adecuada y eficaz de la ejecución del plan, para así reducir los costes que los acreedores deben soportar para tomar decisiones informadas (véase par. 3.2). Dicho esto, incluso los acreedores plenamente informados pueden decidir permanecer pasivos por distintos motivos y tolerar un plan zombi.

Recomendación de política legislativa #7.4 (*Reformar y tratar el plan durante la ejecución*). La ley debería facultar al tribunal (o a un administrador concursal independiente nombrado para supervisar la ejecución del plan) para reformarlo, tratando fallos menores en su ejecución con miras al mejor interés para los acreedores. Esta facultad debería ser ejercitada por el tribunal o por el administrador concursal independiente tras recabar información suficiente de las partes.

4.2. Posibles soluciones para los planes que no se ejecutan completamente

Cabe preguntarse si la ley debería albergar alguna previsión relativa a los planes zombis: si los acreedores no reaccionan ante la falta de ejecución, ¿por qué debería hacerlo cualquier otra persona? Aunque, en principio, esto es cierto, una ley bien diseñada debería preocuparse por la confiabilidad del sistema, en el sentido de que un elevado número de planes que no se ejecutan conforme a lo previsto puede disminuir la confianza del público en los procesos de reestructuración, induciendo así a los acreedores, *ex ante*, a ser más escépticos incluso en relación con los buenos candidatos para ser

¹⁰ Pocos Estados miembros contemplan la modificación simplificada de los planes. Véase B. WESSELS, S. MADAUS, ‘Instrument of the European Law Institute - Rescue of Business in Insolvency Law’ (2017), p. 326: “En Francia y en Polonia, por ejemplo, el tribunal puede adaptar el plan a nuevas circunstancias si así se solicita. En Grecia, en principio no es posible modificar el plan una vez ratificado por el juez, a menos en los procedimientos de recuperación, en los que el acuerdo puede ser modificado por el tribunal de insolvencia, pero solo una vez, sobre la base de un acuerdo posterior alcanzado por todas las partes contractuales y siempre y cuando se cumplan determinadas condiciones”.

El artículo L626-26 del Código de Comercio francés establece lo siguiente: “Las modificaciones sustanciales de los objetivos o de los medios contemplados en el plan solo pueden ser realizadas por el tribunal, a solicitud del deudor y en base al informe del supervisor del cumplimiento del plan. Cuando la situación del deudor permita una modificación sustancial del plan en beneficio de los acreedores, la solicitud al juzgado puede presentarla el supervisor del cumplimiento del plan (...).

El juzgado tomará una decisión tras haber recibido la opinión del Ministerio Fiscal y una vez oídos el deudor, el supervisor del cumplimiento del plan, los representantes de los sindicatos o, en su defecto, los representantes de los trabajadores y cualquier interesado”.

¹¹ En Alemania, el crédito originario es automáticamente reinstaurado por la ley si el acreedor no obtiene satisfacción en los términos contenidos en el plan, a tiempo o con un retraso mínimo (que, en la mayoría de los casos, no supera las dos semanas desde que el deudor recibe un requerimiento del acreedor en cuestión), o si se inicia un procedimiento de insolvencia. Véase la sección 255 InsO.

reestructurados.¹² Por supuesto, esto es particularmente relevante para los jugadores de repetición, típicamente los acreedores financieros, y menos para otro tipo de acreedores, como los comerciales. Sin embargo, la relevancia para los acreedores financieros basta para velar por que no se perjudique a la credibilidad del compromiso del deudor en los marcos de reestructuración; y muchos acreedores comerciales quizá no sean per se jugadores de repetición, pero pueden haber recurrido a seguros de crédito, factoring, etc., transmitiendo así su gestión de créditos a los jugadores de repetición.

En segundo lugar, los recursos de los participantes en el plan pueden permanecer atados inútilmente durante mucho tiempo, en lugar de ser reinvertidos en otros proyectos. Por ejemplo, es imaginable un proceso de reestructuración en el cual los activos no esenciales deben venderse. Si la parte liquidatoria del plan nunca llega a materializarse, estos activos, mientras no se destinan a satisfacer a los acreedores, ni siquiera están a disposición del deudor.

En tercer lugar, debe tenerse en cuenta que la supervisión es importante de cara a la responsabilidad: continuar con la ejecución de un plan que ya no resulta apropiado para lograr los objetivos de la reestructuración inicialmente planteados puede generar responsabilidad para el deudor y sus administradores y directivos.

Además, la ejecución formal prolongada de la fase de ejecución, aunque no se lleven a cabo medidas o iniciativas, puede sin embargo requerir algunas actividades y generar costes (por ejemplo, el cumplimiento de deberes de información), que no se justifican en relación con los planes que nunca serán ejecutados.

Como se ha mencionado, existen motivos históricos que explican por qué el Derecho de la Insolvencia tiende a ignorar la fase de ejecución y supervisión, a pesar de mostrar una gran preocupación por el acceso del deudor a los instrumentos de reestructuración, a la equidad del proceso de obtención del consentimiento de los acreedores y a la confirmación judicial del plan. Por lo tanto, debería valorarse positivamente que el plan contemple la facultad del supervisor, o del representante de los acreedores, para iniciar la resolución del plan, con la consiguiente plena restauración de los derechos de los acreedores, o bien para tomar las acciones apropiadas en interés de los acreedores. El plan puede, por ejemplo, imponer la sustitución obligatoria del órgano de administración en caso de que existan diferencias significativas entre el plan y los resultados reales.

Cuando existe un problema de acción colectiva, las medidas en este sentido también pueden estar contenidas en la ley, para garantizar que el plan de reestructuración negociado por las partes también resulta completo en relación con la fase de ejecución. La ley puede, por ejemplo, asignar al supervisor la competencia para iniciar los remedios (incluyendo, según el caso, la legitimación para solicitar la declaración de concurso del deudor). Además, los legisladores pueden plantearse si, transcurrido un determinado periodo de tiempo si que el plan se haya ejecutado completamente, debería condicionarse su continuación a lo que determinen las partes interesadas).

Sin embargo, la ley debe evitar excederse. Una norma imperativa que permita a un “representante” de los acreedores, como por ejemplo un administrador concursal, solicitar la declaración de concurso de un deudor, etc., únicamente tiene sentido una vez

¹² Preocupada por el problema de los “planes zombies”, por ejemplo, la Corte de Casación italiana ha establecido en 2017 que el deudor que obtenga la confirmación de un *concordato preventivo* puede ser sometido a un procedimiento de insolvencia (a solicitud del Ministerio Fiscal) sin que medie una decisión judicial previa de resolver el plan (lo cual requiere una solicitud específica por parte de un acreedor), siempre que la ejecución del plan haya cesado o resulte manifiestamente inadecuada para satisfacer a los acreedores (Corte de Casación, 11 de diciembre de 2017, n.º 29632).

comprobado que los acreedores no lo hacen por sí mismos porque carecen de los incentivos necesarios. Cuando su pasividad sea racional también en un plano colectivo, deben existir razones muy sólidas para permitir a un supervisor independiente (por ejemplo, un administrador concursal nombrado por el juez) para solicitar la declaración de concurso del deudor cuando los acreedores no lo han hecho.

Recomendación de política legislativa #7.5 (*Facultad para tomar medidas*). La ley debería conceder al supervisor la facultad para tomar medidas (incluyendo, según el caso, la legitimación para solicitar la resolución del plan o para presentar la solicitud de declaración de concurso del deudor), o establecer la suspensión automática del plan una vez transcurrido un determinado periodo de tiempo de inejecución, a menos que una parte interesada solicite una prórroga.

Capítulo 8

Consideraciones especiales para pymes y micropymes*

SUMARIO: 1. Introducción. – 1.1. La importancia de la cuestión. – 1.2. Las conclusiones de la investigación relativa a las pymes y micropymes. – 2. La necesidad de implementar un sistema adaptado a las pymes y micropymes. – 3. Los principales elementos de la reforma: un enfoque comprensivo dirigido a introducir un procedimiento rentable y flexible. – 4. La estructura procedimental. – 4.1. Las soluciones procedimentales esenciales. – 4.2. Las opciones a disposición del deudor. – 4.3. Las opciones a disposición de los acreedores. – 5. Incentivar el uso a tiempo del régimen para pymes y micropymes. – 6. Las medidas relativas a los acreedores.

1. Introducción

1.1. La importancia de la cuestión

Este informe no estaría completo sin una referencia específica a las dificultades financieras y económicas de las pymes y micropymes. Resulta imposible exagerar la importancia de estas empresas, a las cuales la Comisión Europea califica como “la columna vertebral de la economía europea”.¹ Las pymes y micropymes representan más del 99% de las empresas de la Unión Europea, proporcionan dos tercios de todo el empleo en el sector privado, y en los cinco años anteriores a 2018 fueron responsables del 85% de todos los nuevos puestos de trabajo. Aunque varias iniciativas europeas se han centrado en sus necesidades específicas, y a pesar de que la Propuesta de Directiva parece subrayar su importancia, ni las actuaciones legislativas previas ni la Propuesta de Directiva en su redacción actual proporcionan medidas adecuadas para abordar al que podría considerarse el principal problema de la Unión Europea en el ámbito del Derecho de la insolvencia y la preinsolvencia.

1.2. Las conclusiones de la investigación relativa a las pymes y micropymes

La investigación llevada a cabo en las diferentes jurisdicciones mostró tendencias similares y condujo a resultados comparables. Los principales hallazgos son los siguientes:

- Las microempresas y las empresas de pequeño tamaño rara vez recurren voluntariamente a los procedimientos formales de insolvencia, y cuando lo hacen es casi inevitablemente demasiado tarde para preservar valor. Esta afirmación puede descomponerse en los siguientes elementos: (i) el porcentaje de casos formales de insolvencia iniciados a solicitud de los acreedores es mayor en el caso de las microempresas y las empresas de pequeño tamaño que en el caso de las empresas medianas o grandes; (ii) cuando se inician los procedimientos de insolvencia, el porcentaje de casos que terminan en liquidación es

* Aunque ha sido discutido en profundidad y compartido con todos los miembros del equipo de investigación Co.Di.Re., la autoría de este capítulo pertenece a Ignacio Tirado, con ayuda de Riz Mokal.

¹ Véase https://ec.europa.eu/growth/smes_en (última consulta el 10 de septiembre de 2018). Los datos incluidos en el texto en el resto de este párrafo provienen de la misma página web. Aunque las referencias de la web se refieren a las pequeñas y medianas empresas (“pymes”), la exclusión de las microempresas probablemente constituye un error y la reflexión se mantiene para las pymes y micropymes en conjunto.

considerablemente mayor en las microempresas y las empresas de pequeño tamaño que en el resto de empresas (superior al 90%); y (iii) entre las empresas que terminan en liquidación, el porcentaje de ventas de empresas en funcionamiento suele ser muy reducido para las de pequeño tamaño. En otras palabras, la gran mayoría de los emprendedores en las jurisdicciones analizadas recurren a los procedimientos de insolvencia demasiado tarde y terminan en liquidaciones que destruyen valor.

- Las principales razones que explican el hecho de que las empresas pequeñas no recurran a los procedimientos formales de insolvencia o los empleen muy tarde en la espiral de insolvencia y dificultades incluyen las siguientes: (i) en la gran mayoría de casos, las microempresas y las empresas de pequeño tamaño tienen un conocimiento muy limitado de su posición jurídica, buscan asesoramiento legal demasiado tarde y, a menudo, el consejo recibido de los asesores legales y financieros es pobre (probablemente porque los deudores solo pueden permitirse pagar honorarios muy reducidos y por lo tanto acceden a profesionales sin experiencia o técnicamente mal preparados, o bien estos últimos tienen escasos incentivos para preparar el caso; o también porque el deudor recurre a sus gestores previos a la crisis o a otros asesores que pueden carecer de formación específica en materia de insolvencia); (ii) la información financiera a menudo es de mala calidad, lo cual impide la detección temprana de las dificultades financieras; (iii) la falta de información financiera adecuada también afecta a la capacidad de los acreedores de monitorizar al deudor; (iv) los acreedores pueden comportarse de forma pasiva en relación con los deudores más pequeños y/o pueden recurrir a mecanismos individuales de cobro de sus créditos en lugar de a procesos colectivos de insolvencia; y quizá los factores más importantes que explican el uso tardío o la falta de uso de los procedimientos formales de insolvencia es que (v) la mayoría de las empresas pequeñas son de base familiar y gestionadas familiarmente, constituyen la única fuente de ingresos de la familia, y el estigma reputacional asociado con los procedimientos formales de insolvencia sigue siendo significativo.²
- La información financiera a menudo es mediocre, la conservación de documentación es precaria, y por lo tanto escasea el uso de mecanismos extrajudiciales y de acuerdos de refinanciación bilaterales destinados a preservar el valor en funcionamiento de una empresa sólida. Resulta esencial disponer de información suficiente y confiable para solucionar problemas rápida e informalmente, y su falta supone un serio obstáculo.³
- Con frecuencia, los mayores acreedores de las microempresas y las empresas de pequeño tamaño son las instituciones financieras y los acreedores públicos. El comportamiento y la posición jurídica de estos acreedores han demostrado ser un problema en algunas jurisdicciones. Las razones principales son las siguientes:

² Los resultados de la investigación cuantitativa y cualitativa llevada a cabo en las cuatro jurisdicciones (Alemania, Italia, España y Reino Unido) proporcionan amplia evidencia del hecho de que las pequeñas empresas —de base familiar y gestionadas familiarmente— no emplean procedimientos formales de insolvencia o recurren a ellos raramente. Véanse los resultados de la investigación empírica, publicados en www.codire.eu. Las razones de este fenómeno se describen en el Capítulo 1.

³ Las empresas más pequeñas a menudo tienen un sistema de información inadecuado que impide la detección temprana de las dificultades. Los datos surgen de varias entrevistas a profesionales que asesoran a deudores y acreedores. Véase la investigación empírica publicada en www.codire.eu.

- *Instituciones financieras*. En la mayoría de los casos, solo están involucradas una o dos instituciones. Aunque no existe unanimidad en las respuestas obtenidas en las diferentes jurisdicciones, los principales problemas causados por el comportamiento de los prestamistas financieros en relación con las micro y pequeñas empresas son: (i) algunas jurisdicciones refieren una falta de proactividad por parte de los bancos, que se niegan a —o, al menos, posponen el momento de— negociar con sus deudores más pequeños. Sin embargo, otras respuestas apuntan en la dirección contraria y refieren la tendencia de los bancos a reprogramar la deuda casi automáticamente, sin un análisis previo de la viabilidad de la empresa (con riesgo de proporcionar financiación adicional a un deudor inviable, lo cual se conoce como “evergreening”); (ii) los bancos que se sientan a negociar tienden a limitar el alcance de la negociación a la reprogramación de la deuda o al establecimiento de esperas (las quitas son una opción), y solicitan garantías adicionales (la elección de Hobson), sin una valoración previa de la viabilidad de la empresa (esto comporta la pérdida de un momento inicial en el cual el banco puede representar el papel socialmente beneficioso de filtrar y separar las empresas viables de aquellas que deben ser liquidadas en una fase relativamente temprana); (iii) no es infrecuente que, en algunas jurisdicciones, los bancos tengan un lento proceso de toma de decisiones, y que la distribución interna de tareas en ocasiones no proporcione los incentivos adecuados para reestructurar empresas viables.
- *Acreeedores públicos*. Los acreedores públicos son el principal acreedor para muchas microempresas y empresas de pequeño tamaño, porque los mayores impuestos deben satisfacerse anualmente (al contrario que los plazos de vencimiento más breves que afectan a los bancos y a los proveedores), los deudores no quieren poner en peligro la relación con sus acreedores comerciales, evitan activar los mecanismos de garantía y, habitualmente, no abonar los salarios de los pocos empleados no se considera una opción a menos que resulte absolutamente necesario. Ante esta situación, los acreedores públicos tienden a comportarse duramente, embargando activos y negándose a negociar. En algunas jurisdicciones, la negociación —cuando existe— está legalmente limitada a la refinanciación de la deuda (las quitas solo están permitidas en los procedimientos formales de insolvencia). Se ha constatado que a menudo un embargo por parte de los acreedores públicos es el detonante que empuja a los deudores a solicitar asesoramiento profesional.⁴
 - De manera ciertamente sorprendente, un elevado número de entrevistados en las diferentes jurisdicciones alegan un escaso conocimiento de la existencia de

⁴ En España, una jurisdicción en la cual existe un procedimiento extrajudicial específico para pymes y micropymes, la posición legal privilegiada de los acreedores públicos constituye el principal motivo de fracaso del sistema. Los acreedores públicos quedan fuera de la suspensión de acciones ejecutivas durante el periodo de negociación extrajudicial, lo cual supone un privilegio procesal que les permite embargar activos del deudor cuando otros acreedores no pueden, a menudo disminuyendo las probabilidades de éxito de las negociaciones encaminadas a una reestructuración (ya que los acreedores financieros se niegan a proporcionar nueva financiación para “pagar los impuestos” del deudor).

En Italia, las autoridades tributarias parecen cooperar en las negociaciones con deudores de gran tamaño, pero no con las empresas más pequeñas. Véase la investigación empírica italiana, publicada en www.codire.eu.

alternativas extrajudiciales a los procedimientos formales de insolvencia en la comunidad de las microempresas y de las empresas de pequeño tamaño. La ignorancia sobre estas alternativas conduce a los deudores a procrastinar y a “negociar para resucitar”.

2. La necesidad de implementar un sistema adaptado a las pymes y micropymes

La importancia cuantitativa y cualitativa de las microempresas y de las empresas de pequeño tamaño en particular, así como el escenario negativo descrito por la investigación llevada a cabo en los sistemas de insolvencia y preinsolvencia actuales, indican la necesidad de acciones legislativas e institucionales. Estas actuaciones cubrirían tanto las soluciones extrajudiciales como las judiciales, dada la intensa probabilidad — mayor que en las empresas más grandes— de que la mayoría de los microemprendedores requieran una liquidación rápida y eficiente, con unos valores muy pequeños de empresa en funcionamiento que preservar. La reforma también tendría que tomar en consideración las diferencias entre las personas jurídicas y los empresarios individuales, y abordar la cuestión del entrecruzamiento entre la insolvencia empresarial y la personal.

La acción legislativa debe dirigirse a conseguir procedimientos rentables y ágiles para abordar las dificultades financieras y económicas de los microemprendedores y de los emprendedores de pequeño tamaño. Las siguientes constituyen buenas razones para llevar a cabo una reforma con esas características: (i) un procedimiento rápido que permita una liquidación eficiente y la exoneración del pasivo insatisfecho animaría la adopción de actuaciones tempranas por parte de los emprendedores y facilitaría la salida de las empresas ineficientes, liberando así recursos que pueden ser destinados a mejores usos en el mercado; (ii) la segunda oportunidad proporcionada a los deudores de pequeño tamaño mejoraría la actividad emprendedora, incrementando la creación de empresas y permitiendo el retorno de emprendedores al mercado —ahora, más experimentados—; (iii) puesto que muchas microempresas están gestionadas por empresarios individuales o por familias, el nuevo comienzo liberaría fondos públicos hasta ahora usados con fines sociales; (iv) los acreedores financieros tendrían la oportunidad de sanear sus balances y de dejar de dilapidar recursos en perseguir deudas incobrables; (v) el mercado se beneficiaría en general del incremento en la transparencia y del fortalecimiento de la seguridad jurídica; (vi) en la mayoría de los casos —y este es uno de los principios de la reforma—, el nuevo sistema conllevaría una mayor satisfacción de los acreedores; y (vii) lo que no es menos importante, un sistema de insolvencia de pymes y micropymes que funcione bien contribuiría a desatascar los juzgados, liberándolos de la gran acumulación de casos sin resolver.

La acción legislativa debe seguir una serie de principios y un diseño básico común, pero debe ser a medida, adaptada a las circunstancias de cada jurisdicción. Aunque hemos identificado elementos comunes en todas las jurisdicciones en relación con los problemas de las microempresas y de las empresas de pequeño tamaño en crisis, las diferencias jurídicas e institucionales son enormes en algunos casos. Ciertamente, en esta materia no cabe una “talla única”. Las tradiciones jurídicas dispares, los distintos tipos de derechos de garantía, el comportamiento diverso de los acreedores públicos y financieros, la situación de la infraestructura judicial y las capacidades técnicas de los jueces y profesionales deberían influir en el tipo de reforma que se adopte en cada jurisdicción.

Recomendación de política legislativa #8.1 (*Régimen especial para pymes y micropymes*). Cada jurisdicción debería promulgar un régimen de resolución de dificultades y de insolvencia adaptado a las necesidades particulares de las microempresas y de las empresas de pequeño y mediano tamaño. Este régimen daría respuesta a las características comunes de las pymes y micropymes en crisis, incluyendo en particular: (i) la falta de conocimiento y comprensión de la ley por parte de los emprendedores que gestionan estas empresas; (ii) la falta de diversificación de las inversiones de estos emprendedores, incluidas las ajenas al mercado, en sus empresas; (iii) el comienzo tardío de los procedimientos de insolvencia; (iv) la escasez de recursos empresariales para pagar asesoramiento legal y financiero; (v) la débil llevanza de cuentas y la información inadecuada; (vi) los acreedores con un interés individual insuficiente en la empresa como para justificar la monitorización o la negociación constructiva con la misma, o la participación activa en un procedimiento de insolvencia; y (vii) la preferencia que demuestran los acreedores garantizados hacia la ejecución singular de la deuda en lugar de hacia los procedimientos colectivos de insolvencia.

Recomendación de política legislativa #8.2 (*Incentivos para los acreedores financieros*). Los regímenes regulatorios y de supervisión aplicables a los prestamistas financieros institucionales deberían animar a los prestamistas a negociar activa y tempranamente con los prestatarios pymes y micropymes, llevar a cabo análisis proporcionados y de buena fe sobre la viabilidad de los prestatarios en dificultades, y, cuando resulte apropiado conforme a las circunstancias, participar en acuerdos de reestructuración que permitan a los prestatarios viables en crisis deshacerse de obligaciones impagables y la oportunidad de liberarse de las dificultades sin debilitar la disciplina financiera ni generar peligro moral.

Recomendación de política legislativa #8.3 (*Facultades e incentivos de los acreedores públicos*). Las autoridades tributarias y otros acreedores del sector público deberían tener la facultad y los incentivos para participar en los esfuerzos de reestructuración de buena fe cuando consideren que un prestatario pyme o micropyme en dificultades es viable.

3. Los principales elementos de la reforma: un enfoque comprensivo dirigido a introducir un procedimiento rentable y flexible

Los tradicionales procedimientos judiciales de insolvencia no fueron diseñados con las pymes y micropymes en mente. En el mejor de los casos, se contemplan limitadas excepciones para estos deudores (plazos más breves, honorarios reducidos, etc.), pero — como muestra la encuesta— estas soluciones ad hoc no parecen funcionar. Los sistemas están infrautilizados, son demasiado caros, excesivamente rígidos y generalmente ineficaces. El funcionamiento del marco institucional tiende a ser gravoso cuando se aplica a los deudores más pequeños, frecuentemente con escaso valor: los elevados costes de los procedimientos ordinarios de insolvencia son demasiado altos como para justificar su empleo por parte de las pymes y micropymes. Por este motivo, el tratamiento de las

dificultades financieras y económicas de este tipo de empresas necesita ser sistemáticamente reconsiderado con miras óptimamente a alcanzar los objetivos esenciales de todos los procedimientos de insolvencia: la maximización del valor de la empresa y de sus activos, una distribución equitativa de los resultados, la responsabilidad por la mala actuación de los deudores/administradores/socios, y la exoneración del pasivo insatisfecho para los deudores honestos.

Para lograr una reforma eficiente, proponemos un nuevo tipo de sistema para que se tome en consideración, uno que va más allá de la tradicional división entre procedimientos judiciales y extrajudiciales. El principio conductor que subyace al sistema propuesto es la *flexibilidad*. Por lo tanto, el procedimiento puede ser íntegramente extrajudicial, o parcial o totalmente judicial, dependiendo de la decisión de las partes en un determinado escenario de crisis (esto es, el emprendedor de una concreta pyme o micropyme en dificultades, sus acreedores y otros interesados) y de ciertas circunstancias legales. A partir de lo aprendido en el rico conjunto de los diferentes procedimientos que existen en las jurisdicciones cubiertas por el proyecto y también en otras, el enfoque ascendente de la investigación ha posibilitado la identificación de los elementos procedimentales principales y más eficaces. La propuesta consiste en *vaciar* estos elementos principales tradicionalmente disponibles en los procedimientos de reestructuración y liquidación, y dejar un procedimiento nuclear por defecto. Las partes tendrán entonces en cada caso la posibilidad de seleccionar cualquier combinación de los elementos diversos que se adapte al caso en cuestión, dada la naturaleza y el tipo de deudor y de activos, las causas de la crisis, y las perspectivas de viabilidad y rehabilitación de la empresa.⁵

Para que una reforma que incluya este enfoque resulte eficaz, deben respetarse los siguientes principios:

- *Autonomía de las partes*. El principio esencial que subyace al sistema es que las partes de un caso concreto de insolvencia son las mejor situadas para seleccionar las herramientas apropiadas para ese caso. Al hacer opcionales algunas medidas procedimentales y efectos jurídicos materiales del proceso, la carga institucional se reduce, y las medidas que, de otra manera, resultarían costosas, se limitarán a las situaciones en las cuales resultan realmente necesarias. Naturalmente, la aplicación de este principio implica la adopción de medidas para mejorar la información disponible para las partes, así como algunos incentivos para que las partes actúen (véase infra).
- *Participación institucional proporcionada*. Como antes se ha mencionado, los costes inherentes al uso del sistema judicial suelen resultar demasiado elevados en relación con la insolvencia de las microempresas y de las empresas de pequeño tamaño. De forma similar, los servicios profesionales de los administradores concursales, mediadores o asesores profesionales implican un coste que a menudo no se verá compensado con los beneficios generados por su involucración. A la vista de lo anterior, la reforma debería intentar minimizar la involucración institucional en la medida de lo posible: el juzgado (o el organismo administrativo) debería ser

⁵ Este esquema ha sido denominado “enfoque modular”, con cada una de las opciones como “módulos” que pueden ser seleccionados por las partes. Una explicación exhaustiva de este enfoque puede encontrarse aquí: R. DAVIES, S. MADDAUS, A. MAZZONI, I. MEVORACH, R. MOKAL, B. ROMAINE, J. SARRA, I. TIRADO, *Micro, Small and Medium Enterprise Insolvency. A Modular Approach*, Oxford, OUP, 2018. Este capítulo se basa en buena medida en ese trabajo.

considerado un recurso potencial, cuyo empleo solo proceda a solicitud de las partes y/o cuando existan riesgos en relación con la protección de derechos procesales fundamentales y de derechos de propiedad. En línea con lo anterior, los profesionales privados deben involucrarse en un caso cuando las partes expresamente lo soliciten, y existan suficientes fondos para cubrir sus honorarios y gastos.

- *Aproximación holística.* Las principales deficiencias observadas en los sistemas de insolvencia relativos a pymes y micropymes a lo largo de Europa y más allá son de amplio espectro. Una reforma que meramente aborde las cuestiones procedimentales en los procedimientos judiciales en modo alguno solucionará el problema. Las dificultades financieras o económicas de las empresas pequeñas no solo constituyen un problema de acción colectiva (como la insolvencia de cualquier otra empresa), sino también el caso más claro de fallo de mercado, en el cual a menudo fallan elementos informativos, organizativos y sociales. En las jurisdicciones de la Unión Europea ha sido posible identificar problemas de acción tardía por las partes, pasividad de los acreedores, falta de información financiera adecuada, escasez de financiación provisional y posterior al inicio del procedimiento, y una responsabilidad insuficiente de los administradores, por mencionar solo algunos de los aspectos relevantes. Todos ellos deberían ser abordados de forma específica en la reforma, si se desea que la misma tenga éxito. Por este motivo, las medidas expresas que afectan a los deudores, a los acreedores e incluso a los prestamistas profesionales se proponen en la parte general de la reforma.

Recomendación de política legislativa #8.4 (Principios fundamentales del régimen específico para pymes y micropymes). El régimen especial para pymes y micropymes debería respetar los principios siguientes:

(i) Autonomía de las partes: las partes en un determinado escenario de crisis cuentan en conjunto con la mejor información sobre las causas de la crisis, sobre si el deudor sigue siendo viable, y sobre la mejor manera de afrontar la situación;

(ii) Participación institucional proporcionada: el consumo de recursos y de tiempo que se asocia con la involucración de juzgados y otras instituciones, así como de los profesionales legales o de otro tipo, puede no siempre estar justificado en los casos relativos a las pymes y micropymes, y esta involucración debería producirse si y en la medida en que las partes de un caso concreto lo consideren justificado; y,

(iii) Una aproximación holística: el régimen relativo a las pymes y micropymes debería afrontar las necesidades particulares de las pymes y micropymes en crisis no solo dentro de los márgenes del Derecho de la insolvencia, sino también más allá, de forma sistemática y holística.

Los siguientes epígrafes explican, en primer lugar, la estructura procesal general que se propone y, a continuación, enumera los principales efectos que se sugieren para los deudores (y administradores) y acreedores (incluidos los financieros), así como las medidas relativas a terceros.

4. La estructura procedimental

Como se ha mencionado anteriormente, se propone una estructura dual, compuesta por un procedimiento básico con dos salidas posibles (puede conducir a la liquidación o a la reestructuración) y una serie de medidas opcionales, diferenciando

también entre las disponibles para los deudores y las disponibles para los acreedores. La flexibilidad no solo afecta a las opciones o mecanismos seleccionados por las partes, sino que también se refiere a los legisladores de los Estados miembros: sobre la base de las características específicas de cada jurisdicción, los legisladores pueden optar por prescindir de una o varias de las opciones que se proponen a continuación. Las opciones son básicas y deberían funcionar en cualquier Estado miembro de la Unión Europea, aunque la elección de dejar fuera de la reforma la opción por uno o varios mecanismos no perjudicaría necesariamente al resultado final.

4.1. *Las soluciones procedimentales básicas*

Las soluciones procedimentales básicas son (i) una *liquidación* oportuna, y en algunos casos automática, y (ii) un procedimiento de *reestructuración*, principalmente con mantenimiento del deudor en posesión.

- (i) *Liquidación*. La liquidación de la empresa es la solución por defecto. Esto resulta fácilmente explicable, a la vista de las cifras de las jurisdicciones analizadas, donde las liquidaciones fragmentadas constituyen la gran mayoría de los casos. Presumiblemente, lo mismo resultaría de aplicación al resto de jurisdicciones de la Unión Europea. La reforma debería ir encaminada a crear un procedimiento liquidatorio eficiente y rentable para las pymes y micropymes no viables. El procedimiento debe terminar con la exoneración del pasivo insatisfecho del deudor —honesto—, haciéndolo por lo tanto atractivo para los emprendedores que buscan empezar de nuevo. Naturalmente, la liquidación puede consistir en la transferencia de la empresa en funcionamiento (solución preferida), aunque esto probablemente ocurra en una minoría de casos. La liquidación automática ocurrirá siempre que el deudor sea insolvente (si bien no es necesario acreditar la insolvencia al solicitar la liquidación) y o bien el deudor o uno o varios acreedores no presentan un plan de reestructuración, o bien el plan presentado no es aprobado por la mayoría necesaria. La apertura de un procedimiento de liquidación no implica per se la suspensión de las ejecuciones de los acreedores. Tal suspensión debería ser una posibilidad y acordarse únicamente cuando exista la apariencia (objetivamente probable) de una posible venta de la empresa en funcionamiento, y debe estar muy limitada temporalmente. Carece de sentido que la regla general sea una suspensión general y automática por defecto en las insolvencias de microempresas, donde rara vez existen activos sin gravar. Convertir la suspensión en una mera opción probablemente reduciría el tiempo y el coste de los procedimientos en la mayoría de las jurisdicciones y liberaría al sistema judicial de muchos casos innecesarios. En línea con lo anterior, la comunicación de créditos solo se iniciaría si es probable la distribución a una o más clases de acreedores aparte de los garantizados. Este procedimiento “vaciado” y relativamente informal puede, en algunos casos, ser objeto de abuso por parte del deudor (o, más raramente, por los acreedores). Por este motivo, el sistema debería incluir mecanismos para proteger los derechos básicos de las partes implicadas (especialmente los derechos de propiedad y el —frecuentemente constitucional— derecho a un juicio justo). En particular, la reforma debe, en primer lugar, incluir un sistema de notificación a los acreedores que sea rentable, proporcional y eficaz. Para ello, deberían explorarse la notificación por correo electrónico, el uso de

plataformas en línea y otros mecanismos gratuitos. Además, las partes deberían tener la posibilidad de recurrir al juzgado para la protección de sus derechos de propiedad. El sistema propuesto se basa en la presunción de que un emprendedor honesto que coopera activamente con el procedimiento de liquidación quedará automáticamente exonerado de sus deudas tras el transcurso de un periodo relativamente corto de tiempo (por ejemplo, un año a partir del comienzo del procedimiento de liquidación). Esta reforma puede —y creemos que debería— establecer esta exoneración automática sin necesidad de intervención judicial. Cuando esta exoneración automática sea inconstitucional o indeseable desde un punto de vista de política legislativa, el emprendedor puede, transcurrido un determinado plazo, solicitar la exoneración al juzgado. La exoneración del pasivo insatisfecho debería concederse en todo caso, a menos que el juez esté convencido de que el emprendedor ha cometido fraude, actuado de mala fe, informado de forma incompleta negligente o dolosamente, o no ha cooperado con el procedimiento.

- (ii) *Reestructuración.* Los emprendedores que deseen continuar con la empresa pueden querer intentar acordar un plan de reestructuración con sus acreedores. Esta vía está diseñada solo para las empresas viables, y puede activarse tanto por el deudor como —a elección del legislador correspondiente (véase Capítulo 1, par. 4)— por sus acreedores. La prueba de la insolvencia no es, *a fortiori*, un requisito para iniciar este procedimiento. La regla por defecto —y una de las reglas principales de esta vía— es que el deudor retiene el control de la empresa y continúa gestionando su actividad diaria (que no debería cesar si se pretende evitar la liquidación). Esta medida está especialmente justificada en los casos relativos a microempresas y empresas de pequeño tamaño, como se desprende de los resultados de nuestras entrevistas con los actores relevantes: mantener el control es un incentivo muy poderoso para impulsar el uso voluntario del sistema por parte de los deudores en una fase temprana (la mayoría de las microentidades y de las entidades de pequeño tamaño son familiares y, psicológicamente, los emprendedores no desean arriesgarse a perder la —con frecuencia— única fuente de ingresos para la familia); precisamente debido a la naturaleza de las microempresas y empresas de pequeño tamaño, a menudo con un importante fondo de comercio subjetivo, el valor de la empresa estará relacionado con la involucración de los anteriores propietarios (i.e., quienes toman las decisiones); y, finalmente, no es raro que queden pocos activos en la empresa cuando el deudor finalmente actúa, y por lo tanto poco dinero para pagar al profesional de la insolvencia encargado de la gestión directa del negocio. El plan, que puede ser propuesto tanto por el deudor como por sus acreedores, puede incluir la reestructuración de la empresa y/o de su deuda. El contenido, que no debería tener límites aparte de los aplicables a los procedimientos ordinarios de insolvencia, será, en la mayoría de los casos, simple, y no requerirá una supervisión especial o el análisis de un experto. Su redacción debería facilitarse mediante plantillas proporcionadas gratuitamente por las autoridades locales. En general, deben adoptarse medidas para reducir los costes de inicio del procedimiento y de participación en el mismo para las partes. El proceso está diseñado para minimizar la complejidad, y concede

discrecionalidad a quienes toman las decisiones solo cuando ello contribuye a aumentar la certidumbre. El proceso puede iniciarse y continuarse en línea, por ejemplo, a través del voto de una propuesta de plan; y deberían cumplirse unos plazos estrictos y breves.

Al igual que en los procesos liquidativos, los derechos procesales básicos y derechos de propiedad de los acreedores deben protegerse mediante la implementación de sistemas de notificación eficientes en relación con la tramitación del plan y sus principales fases, así como para conceder a las partes acceso al juzgado. Aunque un plan consensuado no necesita, con carácter general, ser sancionado por un juez, la formulación de objeciones por parte de los acreedores o de terceros crearía la necesidad de una revisión judicial.

Recomendación de política legislativa #8.5 (*Procedimientos básicos del régimen para pymes y micropymes*). El régimen específico para pymes y micropymes debería contemplar los siguientes procedimientos básicos:

(i) *Liquidación*: el proceso debe permitir la venta rápida de la empresa o de sus elementos, sin necesidad de involucración judicial y sin ningún tipo de obstáculo procedimental, con exigencia únicamente de una notificación económica a todos los acreedores y otros interesados y del derecho de cualquier parte de requerir la supervisión judicial (o cualquier otra de carácter independiente) del proceso. El proceso debería culminar con la exoneración del pasivo insatisfecho del emprendedor, a menos que existan fundamentos para sospechar de fraude, falsedad, ocultación de información o de activos, o falta de cooperación del emprendedor durante el procedimiento.

(ii) *Reestructuración*: el proceso debería estar a disposición del propio deudor, sin necesidad de acreditar la situación de insolvencia, y también puede estar disponible para los acreedores. El emprendedor debería, en principio, permanecer al mando del negocio durante el proceso. Deberían ponerse a disposición de los interesados plantillas proforma de planes de reestructuración que puedan adaptarse a las particularidades de cada caso concreto con mínima carga para las partes.

4.2. Las opciones a disposición del deudor⁶

Las diferentes medidas y opciones disponibles para el deudor, que se añadirían al proceso básico descrito en los epígrafes anteriores, serían las siguientes:

- (i) *Moratoria de las acciones de los acreedores*. Como antes se ha afirmado en caso de liquidación (aplicable, a fortiori, en la alternativa al plan de reestructuración), la suspensión de las acciones singulares de los acreedores no constituye una consecuencia automática de la apertura del procedimiento: el deudor debe solicitarla, marcando la casilla correspondiente en el formulario, manifestando la duración deseada y el alcance de la suspensión. La moratoria es susceptible de tener costes considerables (por ejemplo, la emisión de una señal adversa sobre el estado y perspectivas del deudor, el perjuicio a las relaciones del deudor con los

⁶ Para una explicación detallada de este epígrafe y el siguiente, véase R. DAVIES, S. MADAUS, A. MAZZONI, I. MEVORACH, R. MOKAL, B. ROMAINE, J. SARRA, I. TIRADO, *Micro, Small and Medium Enterprise Insolvency. A Modular Approach*, Oxford, OUP, 2018, capítulo 4.

acreedores afectados por la suspensión, o el potencial para el abuso por parte del emprendedor y, por lo tanto, para la destrucción de valor). Por eso se propone como una opción que puede no resultar deseable o necesaria en todos los casos. La suspensión debería estar disponible solo durante un tiempo limitado, por ejemplo, el plazo necesario para recabar los votos y sancionar el plan o, adicionalmente, para cubrir el corto periodo de tiempo concedido al deudor para formular un plan. En cualquier caso, la suspensión debería levantarse si el plan fracasa o a solicitud de un acreedor afectado que demuestre que sus derechos están insuficientemente protegidos.

- (ii) *Mediación*. Con miras a facilitar la consecución de un acuerdo de reestructuración, el emprendedor puede solicitar el nombramiento de un mediador. La reforma podría contemplar que el uso de buena fe de esta posibilidad suspenda temporalmente algunos plazos procesales (por ejemplo, los conducentes a una propuesta de plan). Los costes del mediador deberían ser soportados por el patrimonio o por las partes, pero, en cualquier caso, la mayoría de los acreedores debe poder bloquear este gasto adicional.

4.3. *Las opciones a disposición de los acreedores*

En la reforma propuesta, como no podría ser de otro modo, los acreedores juegan el papel más importante y sus intereses son los que deben protegerse en primer lugar. Si el emprendedor es insolvente, los acreedores son los titulares residuales de la empresa; y en el caso de emprendedores solventes pero con dificultades de flujos de caja, el conjunto de los acreedores tiene el incentivo para maximizar el valor de la empresa para mejorar sus posibilidades de satisfacción. Además, los acreedores tienden a poseer el nivel más alto de información sobre la empresa (después del deudor y sus miembros), y a menudo son los mejor situados para adoptar una decisión sobre su viabilidad. Por este motivo, debería asignarse a los acreedores control sobre el procedimiento, concediéndoles opciones que pueden restringir las acciones del deudor o incluso causar la inmediata apertura de un procedimiento de insolvencia en cualquier momento. A la vista de lo anterior, las principales opciones a disposición de los acreedores que se proponen son:

- (i) *Mediación*. Esta opción es el reflejo de la atribuida al deudor, conforme se explica más arriba. Los acreedores que representen un porcentaje predefinido del total del pasivo pueden, en cualquier fase del procedimiento, solicitar el nombramiento de un mediador, que puede contar con un mandato general o uno restringido a determinadas tareas, por ejemplo, la redacción del plan, la redacción de una lista de créditos o cualquier otra en la cual parezca existir una disputa entre las partes. El fracaso de la mediación no debería tener consecuencias adversas, y el mediador solo debería ser nombrado si todas las partes en disputa consienten y los costes están cubiertos.
- (ii) *Moratoria de las acciones del deudor*. Como se ha mencionado en la sección anterior, el deudor normalmente continuará operando el negocio y gestionando sus activos, especialmente en el proceso que potencialmente conducirá a un plan de reestructuración. Sin embargo, los acreedores pueden considerar que esta situación implica un elevado riesgo de perjudicar al patrimonio o de apropiación indebida del valor resultante de la gestión del mismo. Por lo tanto, los acreedores que representen un porcentaje predefinido

del importe total del pasivo pueden solicitar la eliminación total o parcial de la capacidad del emprendedor para gestionar la empresa y/o sus activos o para incurrir en nuevas deudas. Asumiendo que se cumple el umbral exigido, la opción debería ser implementada automáticamente tras la solicitud. Puesto que esta medida puede interferir con la continuación de la empresa (especialmente en los casos en los que el valor de la misma está directamente vinculado a la personalidad del emprendedor), esta opción debería usarse con cautela. El deudor puede recurrir contra esta medida, que será retirada cuando se pruebe que resultaba injustificada o perjudicial para el valor del patrimonio.

- (iii) *Nombramiento de un administrador concursal.* En relación directa con la opción anterior, los acreedores que representen un porcentaje predefinido del total del pasivo pueden solicitar el nombramiento de un administrador concursal. La plantilla debería reflejar las diferentes tareas asignadas al administrador: puede ser nombrado para supervisar o gestionar todo o parte del patrimonio. El administrador también puede tener por encargo la investigación de los negocios del deudor y su comportamiento previo al inicio del procedimiento. La existencia de fondos suficientes en el patrimonio, o la asunción del pago de sus honorarios por las partes, deberían ser un requisito para el nombramiento.
- (iv) *Condenado al fracaso.* Esta opción pretende prevenir el riesgo de que un deudor mantenga viva artificialmente a una empresa sin prospectos reales y objetivos de salvamento. Crea una vía rápida para que los acreedores impidan cualquier intento de alcanzar un acuerdo de reestructuración cuando la liquidación es la única salida posible. Puede solicitarse en cualquier fase del procedimiento y su éxito implica la apertura automática de la liquidación. En cualquier caso, debe estimarse la solicitud cuando la misma provenga de acreedores que representen un porcentaje del pasivo suficiente para hacer fracasar cualquier plan de continuación.

Recomendación de política legislativa #8.6 (Módulos opcionales a disposición de las partes). El régimen especial para pymes y micropymes debería permitir que, en cada escenario de crisis, el emprendedor y/o a sus acreedores activen las herramientas esenciales que consideren necesarias en el caso concreto, incluyendo las siguientes: (i) moratoria sobre las acciones de los acreedores; (ii) moratoria sobre las acciones del deudor; (iii) mediación; (iv) nombramiento de un administrador concursal; y (v) conclusión de una reestructuración iniciada por el deudor sobre la base de que está “condenada al fracaso”.

5. Incentivar el uso a tiempo del régimen para pymes y micropymes

Como se ha mencionado antes en este capítulo, nuestra investigación concluye que las empresas generalmente tienden a usar los sistemas de insolvencia y preinsolvencia demasiado tarde, cuando existe poco valor que rescatar. Este problema, presente en distinta medida en todas las jurisdicciones analizadas, es todavía más serio en el caso de las pymes y micropymes. Los motivos están claros: (i) el grado de informalidad es mayor, la supervisión de los acreedores es menos intensa y los emprendedores no suelen ser sofisticados, todo lo cual contribuye a que el conocimiento de los problemas financieros se produzca más tarde; (ii) la microempresa suele ser la única fuente de ingresos y tiene un componente familiar intenso, y los deudores se muestran reticentes a adoptar cualquier actuación que pueda poner en peligro el control —no ya la supervivencia— de la

actividad; (iii) y, en estrecha relación con el punto anterior, la tendencia de los emprendedores a formarse juicios excesivamente optimistas sobre la viabilidad de sus empresas parece ser una constante en algunas jurisdicciones. Todo lo anterior subraya la importancia de adoptar medidas específicas para asegurar el uso temprano y adecuado del sistema de insolvencia y de preinsolvencia. En este capítulo, proponemos brevemente algunas medidas especialmente indicadas para las circunstancias de las empresas más pequeñas. Sin embargo, otras medidas propuestas en diferentes capítulos de este informe (por ejemplo, la propuesta sobre responsabilidad de administradores o sobre acción temprana) también deberían ser aplicables al caso, *mutatis mutandis*.

La reforma debería considerar la inclusión de una mezcla de incentivos y sanciones (un enfoque de “zanahoria atada a un palo”). Brevemente:

- *Retener a la gestión.* Ya nos hemos referido parcialmente al primer incentivo en la descripción del marco procedimental: por regla general, el deudor que voluntariamente inicia un procedimiento debería poder continuar gestionando la empresa. Los emprendedores solo deberían perder la capacidad de dirigir el negocio a través del procedimiento cuando los acreedores soliciten el cese o la inhabilitación parcial de las facultades de administración. Esto ocurrirá naturalmente con más frecuencia en los procedimientos liquidatorios, cuando el deudor puede haber perdido todos los incentivos para preservar cualquier valor remanente.
- *Gestionar el comportamiento del emprendedor en los momentos cercanos a la insolvencia.* Dadas las circunstancias peculiares de las microempresas y de las empresas de pequeño tamaño, es especialmente importante una regulación eficaz, equilibrada y cuyo cumplimiento pueda imponerse de la conducta del deudor en el periodo cercano a la insolvencia. El sistema debe buscar una acción temprana, impulsando un comportamiento adecuado cuando la empresa está en dificultades financieras o cerca de las mismas, pero ni incapaz todavía de pagar sus deudas ni —*a fortiori*— insolvente a nivel de balance. Aunque esta regla es generalmente aplicable a todos los deudores, en el caso de los emprendedores más pequeños es cuando debe hacerse un mayor esfuerzo para asegurar que las opciones extrajudiciales de rescate se toman en consideración cuanto antes, haciendo a los emprendedores responsables por externalizar el riesgo o, directamente, por perjudicar a los acreedores. Cuando la situación de insolvencia se aproxima, el emprendedor debería gestionar la empresa en el interés del conjunto de las partes interesadas, y procurar activamente evitar la insolvencia o bien minimizar sus efectos en la medida objetivamente posible.

El régimen necesita ser equilibrado para no obstaculizar la actividad emprendedora ni restringir indebidamente la correcta asunción de riesgos en el mercado. Se ha descubierto que en algunas jurisdicciones existen preocupaciones sobre el nivel de formalidad y conocimiento relativo al contexto legal y financiero aplicable a las empresas más pequeñas. Por lo tanto, es de vital importancia crear un programa que proporcione pautas en relación con las obligaciones de los emprendedores e informe sobre las consecuencias positivas de actuar de forma temprana. Conforme a la mejor práctica internacional (como se contempla en la Guía Legislativa de la

CNUDMI)⁷, sugerimos un régimen que se ajuste a un sistema de represión de actuaciones desleales, adaptado a las peculiaridades de las empresas pequeñas, con cumplimiento de pasos sencillos y supresión de ciertas medidas y acciones esperadas que no serían necesarias u oportunas en el contexto de las pymes y micropymes (por ejemplo, requerir al deudor que contrate un asesoramiento profesional sofisticado y costoso; o, dada la habitual ausencia de separación entre la propiedad y la gestión, la necesidad de convocar reuniones de los administradores o de los socios, la búsqueda de asesoramiento por parte de auditores, etc.).

De manera semejante, como ocurre en la definición más común de conductas desleales, los emprendedores deberían actuar cuando conozcan o razonablemente debieran conocer que la empresa está en una situación de insolvencia inminente (definida como la incapacidad de hacer frente a las deudas a su vencimiento). Cuando llega este momento, se espera del deudor que adopte medidas activas para minimizar el daño a los acreedores y otros interesados relevantes. A diferencia de lo que ocurre en el sistema general, se exoneraría de la obligación a través de una consideración activa de las soluciones alternativas contempladas en el sistema procedimental que aquí se propone, por ejemplo, la mediación, el inicio de la liquidación, un proceso de continuación de la actividad bajo supervisión. La opción elegida debería resultar adecuada dada la situación financiera del deudor para estimar que el deber se ha cumplido. El deudor también debe asegurarse de que la información económica, financiera y jurídica relativa a la empresa está disponible y es correcta. Y, especialmente, el deudor debe asegurarse de que los recursos de la micropyme o empresa de pequeño tamaño no se emplean de un modo que resulte perjudicial para el conjunto de los interesados.

Es imposible exagerar la importancia de mantener una información financiera adecuada. Sin esta, las posibilidades de alcanzar soluciones extrajudiciales se reducen dramáticamente, y puede extenderse el abuso. Si bien esto puede causar costes adicionales para las operaciones de *start-ups* y pequeñas empresas, los beneficios deberían compensar estos gastos, generar un gobierno corporativo mejorado y en general respaldar la seguridad jurídica en el mercado. Los Estados miembros deberían considerar apoyar activamente este requisito informativo a través del establecimiento de servicios de apoyo y a través de campañas adecuadas sobre las medidas que existen para lidiar con las dificultades financieras de las micropymes y de las empresas de pequeño tamaño.

La consecuencia del incumplimiento de actuar como se ha descrito en los párrafos anteriores debería ser el deber de indemnizar a los acreedores — y, probablemente, a otros interesados— por los daños causados por la falta/retraso de las actuaciones necesarias. Es esencial que esta consecuencia conste claramente en la reforma, y que se adopten actuaciones institucionales para asegurar que los propietarios/administradores de las pequeñas corporaciones deudoras sean conscientes de que la responsabilidad limitada puede ser suprimida en caso de incumplimiento. Además, es posible imponer sobre el emprendedor

⁷ Véase la Parte IV de la Guía Legislativa, disponible online en www.uncitral.org.

acciones civiles adicionales, como por ejemplo, típicamente, la inhabilitación para ejercer como administrador en el futuro, las restricciones para tomar prestado y la inclusión de información negativa en las agencias de registro de crédito.

Las anteriores reflexiones pueden no ser íntegramente aplicables en todas las jurisdicciones. La normativa general sobre insolvencia de algunos Estados miembros ya incluye mecanismos para lidiar con la conducta del deudor en el periodo cercano a la insolvencia a través de un *deber de solicitar el inicio del procedimiento*. Aunque, como se ha afirmado, consideramos que un sistema de represión de actuaciones desleales es preferible con carácter general, en algunos casos un deber de solicitar el inicio del procedimiento puede ser más efectivo. Así puede ocurrir si el nivel de formalismo de las pequeñas empresas es bajo o muy bajo, si los emprendedores son muy poco sofisticados y, especialmente, si el sistema judicial no tiene la capacidad para valorar adecuadamente las acciones que deberían haberse adoptado mediante un análisis retrospectivo. Cuanto menos desarrollado esté el sistema, más probable es que un deber de solicitar el inicio del procedimiento funcione igual de bien o incluso mejor. El motivo de esta distinción es que en tales contextos los emprendedores —y los jueces— pueden estar más cómodos con una norma relativamente más clara, fácil de entender y simple de aplicar que indique una única forma de actuar. El deber debería activarse por una situación de insolvencia inminente, y también debe estar vinculado con la adecuación de las opciones procedimentales elegidas. Los legisladores deberían echar un vistazo honesto y cándido a sus circunstancias nacionales antes de elegir un instrumento u otro. En cualquier caso, resulta aconsejable contar con un sistema modificado de deber de solicitar el inicio del procedimiento, conforme al cual el incumplimiento del deber solo crearía la presunción de que el retraso ha causado y/o agravado las dificultades financieras, una presunción que puede ser desactivada por el deudor a través de los medios ordinarios de prueba disponibles en esa jurisdicción.

- *Gestionar el comportamiento del emprendedor durante la tramitación del procedimiento de insolvencia.* Aunque el régimen especial para pymes y micropymes debería presumiblemente permitir al emprendedor dirigir el negocio durante la tramitación del procedimiento de insolvencia, debe hacerlo con sujeción a intensos incentivos para que el emprendedor actúe de forma responsable, competente y honesta. Dos medidas esenciales resultan particularmente útiles a la hora de cumplir este objetivo. En primer lugar, los acreedores, actuando conforme a las mayorías estipuladas (por ejemplo, los acreedores titulares de al menos el 20% del valor de los créditos ordinarios totales) deberían poder eliminar al emprendedor de la gestión del negocio, y también deberían poder ignorar el curso preferido por el emprendedor para el procedimiento (por ejemplo, forzando a la empresa a la liquidación al invocar la opción “condenado al fracaso”). Y, en segundo lugar, el régimen debería permitir a los acreedores solicitar al juez o a otra autoridad competente la denegación de la exoneración del pasivo empresarial insatisfecho del deudor. Estas medidas probablemente

supongan importantes incentivos para el emprendedor a la hora de actuar de forma que se gane y mantenga la confianza de los acreedores.

Recomendación de política legislativa #8.7 (*Uso temporáneo del régimen*). El régimen de las pymes y micropymes debería proporcionar una mezcla adecuada de incentivos positivos y negativos (“zanahorias y palos”) para impulsar que el emprendedor y demás partes actúen de forma temporánea.

(i) Los incentivos positivos incluyen, entre otros, mantener al emprendedor al mando de la empresa durante el procedimiento legal, a menos que otra parte pida su cese.

(ii) Los incentivos negativos incluyen una regla de represión de conductas desleales que haga al emprendedor personalmente responsable de las deudas de la pyme o micropyme si y en la medida en que estas deudas no se habrían generado si el emprendedor hubiese mantenido registros adecuados, se hubiese mantenido razonablemente bien informados a los acreedores sobre la empresa y sus expectativas, y hubiese tomado los pasos apropiados a tiempo al anticipar que la empresa era o estaba a punto de ser incapaz de cumplir con sus obligaciones exigibles. Sin embargo, en algunas jurisdicciones con mercados relativamente inmaduros, operadores no sofisticados y un alto nivel de informalidad empresarial, puede ser más apropiado implantar un deber de iniciar un procedimiento de insolvencia que una regla de represión de conductas desleales.

Recomendación de política legislativa #8.8 (*Animar al emprendedor a comportarse de forma competente y responsable durante el procedimiento de insolvencia*). El régimen debería permitir que un determinado porcentaje de acreedores retire al emprendedor el control de la empresa durante el proceso de insolvencia, ignore las elecciones del emprendedor en relación con el curso del proceso y pretenda que se deniegue al emprendedor la exoneración del pasivo insatisfecho.

6. Las medidas relativas a los acreedores

El régimen especial para pymes y micropymes también debería abordar los problemas causados por la pasividad racional de los acreedores, la cual, según indica nuestra investigación, resta eficacia a los procedimientos de insolvencia en algunas jurisdicciones. Deberían considerarse las siguientes medidas procedimentales:

- La regla “grita o muere”. Los derechos de los acreedores en los procedimientos conducentes a un plan de continuación se determinarán en función de cómo se reconocen y clasifican sus créditos, y de cómo son tratados si el plan se aprueba y se ejecuta. Se propone por lo tanto que la reforma establezca un periodo de tiempo para que los acreedores formulen alegaciones o se opongan al tratamiento recibido en el plan, tras cuyo transcurso sus derechos se entenderán fijados y ya no podrán impugnar el plan. Esto afectará a los acreedores que constan en la lista pero que discrepan en cuanto a la clasificación que han recibido, así como a aquellos que, habiendo sido debidamente notificados, no constan en la lista final de acreedores participantes. Por lo tanto, el “grito” se refiere a la oportunidad de los acreedores de oponerse, y la “muerte” es la pérdida de la capacidad

de impugnar posteriormente si los acreedores no se oponen dentro del plazo establecido para ello.

- La regla del “consentimiento presunto”. Hemos descubierto que, con excesiva frecuencia, los acreedores no se molestan en participar en las votaciones de los procedimientos de insolvencia relativos a las microempresas y a las empresas de pequeño tamaño. Este tipo de apatía de los acreedores —que no se ha detectado en todas las jurisdicciones— puede resultar altamente perjudicial y destructora de valor, demorar el procedimiento o sentenciar a un deudor viable a una liquidación fragmentada. En algunas jurisdicciones (por ejemplo, España), el problema era de tal calibre que el legislador incluyó una regla de subordinación de los acreedores que ignorasen las notificaciones y no emitiesen un voto. Si bien consideramos que esta solución es innecesariamente dura e intrusiva, parece razonable crear una regla que impulse la participación activa de los acreedores, incluso si es para forzar una liquidación. A la vista de lo anterior, se propone aquí que los legisladores nacionales valoren la posibilidad de incluir una regla que considere la pasividad como un voto positivo: se considerará que los acreedores —y probablemente los socios— han votado a favor de un plan relativo a una microempresa o de una empresa de pequeño tamaño si no han emitido un voto en un determinado plazo. Como ya se ha mencionado en otro lugar de este informe, cuando se obtiene una mayoría a través de la regla del consentimiento presunto, es necesario que un juzgado —u otro organismo— confirme el plan.

Recomendación de política legislativa #8.9 (*Responder a la pasividad de los acreedores*). El régimen para pymes y micropymes debería asegurar que el procedimiento de insolvencia no se estanca debido a la falta de participación de los acreedores. En concreto, debería valorarse la posibilidad de establecer que los acreedores debidamente notificados (i) que no se opongan a pasos concretos en el procedimiento sean considerados como habiendo renunciado al derecho de oponerse a esos pasos (“grita o muere”), y (ii) que no hayan votado el plan sean considerados como habiendo votado a su favor (“consentimiento presunto”).