

El arrastre de acreedores en la Directiva UE 2019/1023 sobre marcos de reestructuración preventiva y su transposición al Derecho preconcursal español¹

Creditor cram-down in EU Directive 2019/1023 on preventive restructuring frameworks and its transposition into spanish pre-bankruptcy Law

Miguel Martínez Muñoz
Profesor de Derecho Mercantil
Universidad Pontificia Comillas ICAI-ICADE
mmmuno@comillas.edu

doi: <https://doi.org/10.18543/ced.2370>

Recibido el 13 de diciembre de 2021
Aceptado el 1 de febrero de 2022

Sumario: I. Introducción.—II. La configuración del arrastre de acreedores en la Directiva de Reestructuraciones. 1. Fundamento y razón de ser. 2. La valoración de la empresa. 3. La formación de las clases de acreedores. 4. Los límites al arrastre de acreedores. 4.1 Arrastre horizontal. 4.2 Arrastre vertical—III. El arrastre de acreedores en el Derecho Preconcursal español.

Resumen: El arrastre de acreedores constituye un mecanismo muy eficaz para alcanzar una reestructuración forzosa de la deuda y sortear así el concurso de acreedores. La Directiva UE 2019/1023 contempla, además del tradicional arrastre intra-clases, el arrastre entre clases a semejanza de otros ordenamientos de corte anglosajón, lo que plantea ciertas novedades para la práctica española. Por ello, se hace necesario realizar un estudio de la institución y analizar los distintos elementos que componen el arrastre para observar cómo se han plasmado las directrices europeas en el Proyecto de Ley de Reforma de la Ley Concursal con el objetivo de detectar ineficiencias o, incluso, posibles problemas.

Palabras clave: Arrastre intra-clase; arrastre entre clases; prueba del interés superior; regla de prioridad absoluta; valoración.

Abstract: *The cram-down of creditors constitutes a very effective mechanism to achieve a forced restructuring of the debt and thus avoid insolvency proceedings. The EU Directive 2019/1023 contemplates, in addition to the traditional intra-class cram-down, the cross-class cram-down similar to other Anglo-Saxon legal systems,*

¹ Este trabajo se enmarca en el proyecto de investigación PID 2019-107487GB-I00 que lleva por título «Gobierno corporativo en la proximidad de la insolvencia», cuya IP es la Profesora Juana Pulgar Ezquerra.

which poses certain novelties in the Spanish practice. Therefore, it is necessary to carry out a study of the institution and analyze the different elements that make up the cram-down in order to observe how the European guidelines have been reflected in the Draft Bill for the Reform of the Insolvency Law in order to detect inefficiencies or even possible problems.

Keywords: *Intra-class cram-down; cross-class cram-down; best interest of creditors test; absolute priority rule; valuation.*

I. Introducción

El término «arrastré» o «cram-down» constituye un concepto muy utilizado en la práctica de las reestructuraciones empresariales en el Derecho anglosajón y europeo que la Directiva (UE) 2019/1023 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 20 de junio de 2019, sobre marcos de reestructuración preventiva, exoneración de deudas e inhabilitaciones, y sobre medidas para aumentar la eficiencia de los procedimientos de reestructuración, insolvencia y exoneración de deudas, y por la que se modifica la Directiva (UE) 2017/1132 (Directiva sobre reestructuración e insolvencia) (DOUE de 26 de junio de 2019) (en adelante, la «Directiva de Reestructuraciones» o la «Directiva») ha introducido para referirse al término más amplio de las reestructuraciones empresariales forzadas, concepto que será analizado en el presente trabajo. En este tipo de reestructuraciones, los acreedores tendrán que negociar los términos de la operación y, en caso de que no se alcance un acuerdo y siempre sujeto a ciertos presupuestos y límites, podrán verse forzados o «arrastrados» a aceptar los términos aceptados por una amplia mayoría de acreedores junto con el deudor.

En efecto, la Directiva ha sido emitida con la finalidad de garantizar que las empresas viables que se encuentren en dificultades financieras tengan acceso a marcos nacionales efectivos de reestructuración preventiva que les permitan continuar con su actividad empresarial, bien sea en su totalidad o en parte, modificando la composición, condiciones o la estructura del activo y del pasivo o de cualquier otra parte de su estructura de capital, así como realizando cambios operativos.²

Como se observa, el concepto de reestructuración es tremendamente amplio en tanto se permite no solo la tradicional reorganización del pasivo o del activo, sino también del capital, fundamentalmente a través de las capitalizaciones de deuda, confluyendo consecuentemente múltiples intereses en función del alcance de la reestructuración. A este respecto, hemos de hacer notar que el concepto «estructura de capital» es más amplio de lo que parece, toda vez que para la literatura económica consiste en la financiación permanente de la compañía, representada por la deuda a largo plazo, capital y patrimonio. Por oposición, se encontraría la llamada «estructura financiera», dentro de la que se encontraría el pasivo a corto plazo, conformado principalmente por los acreedores comerciales, laborales y públicos. Pues

² Christoph Paulus, «Introduction», en *European Preventive Restructuring*, ed. por Christoph Paulus/Reinhard Dammann (Munich: Beck/Hart/Nomos, 2021), 1 y ss.; Hidde Volberda, «Crises, Creditors and Cramdowns: An evaluation of the protection of minority creditors under the WHOA in light of Directive (EU) 2019/1023», *Utrecht Law Review*, vol. 17 (2021): 66.

bien, la Directiva pretende centrar el ámbito de la dinámica reestructuradora en la estructura de capital, representada por los inversores financieros, esto es, socios, bancos y bonistas (inversores que financian el capital fijo a largo plazo), aunque permite que sea el propio deudor el que decida sobre el perímetro de la reestructuración.³

Así las cosas, si bien es cierto que el Derecho Preconcurso español ya contiene muchas de las medidas establecidas en la Directiva de Reestructuraciones, toda vez que desde el Real Decreto-Ley 3/2009, de 27 de marzo (BOE de 31 de marzo de 2009) nuestro Derecho Preconcurso se ha ido construyendo a semejanza fundamentalmente de los *schemes of arrangement* británicos, deberá adaptarse a los demás cambios sugeridos en la legislación europea, siendo uno de los más fundamentales el tema del arrastre de acreedores, de inspiración claramente norteamericana (*Chapter 11 Bankruptcy Code*).⁴ En este sentido, el Proyecto de Ley de reforma del Texto Refundido de la Ley Concursal para la transposición a la legislación española de la Directiva (UE) 2019/1023 (en adelante, el «Proyecto de Ley»), publicado el 14 de enero de 2022 en el BOCG, ha venido a modificar el Libro II relativo al Derecho Preconcurso para introducir algunas de las cuestiones más importantes y, si se nos permite, polémicas de la Directiva, entre las que se encuentra el concepto de probabilidad de la insolvencia (presupuesto temporal de todos los marcos de reestructuración preventiva); la responsabilidad de los administradores frente a los acreedores y demás *stakeholders* durante ese período de probabilidad a la insolvencia; la figura del experto en reestructuraciones; la creación de un procedimiento especial para las pequeñas y medianas empresas; y, por supuesto, el tema del arrastre de acreedores, que conecta con el procedimiento para la formación de las clases, la votación de los planes de reestructuración y el papel que tendrán los socios en dicho escenario.⁵

La consecución de la reestructuración y la salvación de la empresa se erige en valor principal del nuevo ordenamiento preconcursal europeo y, para ello, se orquesta un sistema de intervención judicial mínima y de adopción mayoritaria de los planes de reestructuración.⁶ Serán los propios acree-

³ Adrián Thery, «Directiva de reestructuraciones, capitalización de créditos y gobierno corporativo», *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal*, n.º 31 (2019): 57-58.

⁴ Juana Pulgar, *Preconcurso y reestructuración empresarial* (Madrid: Wolters Kluwer La Ley, 2021), 55. Para ahondar en la regulación norteamericana del *Chapter 11* véase Charles Jordan Tabb, *Law of Bankruptcy* (St. Paul: West Pub., 2014), 1023 y ss.

⁵ Véase con carácter general Francisco Garcimartín, «Sobre el nuevo régimen aplicable a los planes de reestructuración del Libro II del Anteproyecto (y las novedades en el Libro IV)», *Revista General de Insolvencias & Reestructuraciones*, n.º 3 (2021): 47-84.

⁶ Stefania Pacchi, «Par Condicio e Relative Priority Rule. Molto da tempo è mutato nella disciplina della Crisi d'impresa», *Ristrutturazioni Aziendali* (6 de enero de 2022): 12 y ss.

dores, junto al deudor y los socios, los que habrán de pactar las medidas e instrumentos que conduzcan a la empresa a la senda de la viabilidad, debiendo alcanzarse necesariamente una mayoría determinada dentro de cada clase de acreedores. Si se consigue, se estará ante un plan de reestructuración consensual, que desplegará su eficacia entre las partes afectadas aceptantes y aquellas partes disidentes dentro de cada clase de acreedores en virtud del arrastre horizontal o intra-clase.

Por su parte, la Directiva prevé como novedad la reestructuración forzosa de la deuda en caso de que no sea posible la aprobación de un plan consensual y, para ello, se basa en el arrastre vertical o entre clases como vía de imposición de la reestructuración a las partes afectadas disidentes siempre que se cumplan determinados requisitos. Sea como fuere, lo cierto es que el mecanismo del arrastre plantea ciertos problemas en la práctica, como la excepción del principio de relatividad de los contratos o el replanteamiento de la eficacia del sistema de garantías reales, siendo por ello necesario proceder a un análisis de la cuestión desde el punto de vista europeo y español, a propósito de la transposición de la Directiva con el Proyecto de Ley.

Para ello, en el presente trabajo se abordará, en primer término, la configuración del arrastre desde el punto de vista de la Directiva, analizándose al fundamento y razón de ser de la institución, los preliminares en los que el arrastre se va a producir, el cual depende de la propia valoración que se dé a la empresa en fase de reestructuración y de las reglas de formación de las clases de acreedores, así como los límites o cautelas al arrastre de acreedores que constituyen medidas de protección frente a este colectivo. A continuación, se tratará el arrastre de acreedores desde la perspectiva del Derecho preconcursal español, con examen de las normas vigentes y de las propuestas fruto de la futura y definitiva transposición que se haga de la Directiva de Reestructuraciones.

II. La configuración del arrastre de acreedores en la Directiva de Reestructuraciones

1. *Fundamento y razón de ser*

Como se ha señalado *supra*, la Directiva de Reestructuraciones plantea un escenario en el que las empresas viables desde un punto de vista operativo, pero con dificultades financieras, puedan reestructurarse y adoptar un plan con una serie de medidas que permita conservar el valor del negocio y garantice a futuro la viabilidad empresarial. En efecto, la reestructuración entraña en sí misma la propia salvación de la empresa frente al otro escena-

rio posible, la liquidación, constituyendo por ello un fin totalmente deseable en el que la sociedad mercantil pueda adaptar su estructura y organización a las nuevas necesidades bajo un escenario de dificultades económicas, aprovechando el fondo de comercio y procediendo a separar lo rentable de aquello que consume recursos sin una contraprestación adecuada para el negocio.⁷ Es más, al igual que ocurre con las insolvencias, las reestructuraciones empresariales resultan transcendentales desde el punto de vista económico, toda vez que se podrían crear problemas de «acción colectiva» de no procederse a las mismas o, incluso, si no se incentivasen por parte de los poderes públicos.⁸

En este contexto de interés general de las reestructuraciones, la Directiva alienta a los Estados miembros a adoptar una serie de medidas para facilitar la consecución de las mismas, siendo una de las más importantes el arrastre de acreedores. En este sentido, la regulación europea parte de que en todo proceso de negociación colectiva pueden existir intereses contrapuestos que conduzcan a comportamientos oportunistas por parte de algunos acreedores, razón por la que el arrastre intra e interclases permitirá neutralizar algunas de las conductas expropiatorias o de *holdout* que podrán concurrir en todo proceso de reestructuración. En este sentido, el mecanismo del arrastre de acreedores demuestra su eficacia e idoneidad en un contexto de adopción de planes de reestructuración bajo la regla de la mayoría, siendo imprescindible en ciertos supuestos para garantizar el éxito de la operación.

La reestructuración de la empresa en crisis debe realizarse, *a priori*, de forma totalmente voluntaria, pudiendo iniciar las negociaciones tanto el deudor, como los acreedores y los representantes de los trabajadores, tal

⁷ Pulgar, *Preconcurso*..., 56-57.

⁸ Thomas H. Jackson, *The logic and limits of Bankruptcy Law* (Washington, D.C.: BeardBooks, 2001), 7 y ss., señala que el Derecho Concursal es necesario para el mantenimiento del sistema económico al afectar la insolvencia de los deudores no solo a sus acreedores, sino también a sus trabajadores, proveedores, el Estado y, en general, la colectividad. Todos estos *stakeholders* tienen derechos de crédito diferentes y, al ser muy difícil la cooperación entre ellos, se hace necesario, en aras de la eficiencia del sistema económico, que existan una serie de normas que traten de forma colectiva el problema de la insolvencia. Si no existieran dichas normas y cada acreedor ejercitase sus derechos de forma individual, sin contar con los demás, entonces el patrimonio del deudor se repartiría en manos de unos pocos y no habría posibilidad de reorganizar y conservar empresas económicamente viables. Por ello, se considera que la insolvencia y los concursos de acreedores generan problemas de acción colectiva, los cuales se podrían atajar a través del Derecho de las Crisis Empresariales. En el mismo sentido, véase, Frank H. Easterbrook/Daniel R. Fischel, «The Corporate Contract», *Columbia Law Review*, vol. 89 (1989): 1416 y ss.; Thomas Donaldson/Lee E. Preston, «The Stakeholder Theory of the Corporation: Concepts, Evidence and Implications», *The Academy of Management Review*, vol. 20 (1995): 65 y ss.

y como señala el art. 4 de la Directiva. Así, dichos legitimados podrán iniciar las negociaciones acerca de las medidas de reestructuración y presentar planes con un contenido cierto y determinado que habrá de ser oportunamente aprobado por las partes implicadas. Es decir, no todos los acreedores pueden verse afectados por la reestructuración en tanto será el deudor normalmente quien demarcará el perímetro de afección, participando consecuentemente todos o solo algunos de los acreedores. En el marco de dichas actuaciones, cada parte tendrá sus propios intereses y, fruto de los mismos, las propuestas y los pactos que se presenten diferirán en tanto no todos tendrán que responder a la consecución del mejor interés de la reestructuración. El deudor querrá conservar su empresa con las mínimas modificaciones, por lo que buscará que sean los acreedores los que carguen con el peso de la reestructuración. Por su parte, los acreedores perseguirán, cada uno de ellos, las mejores condiciones para asegurarse el pago de sus créditos, siguiendo estrategias distintas los acreedores dotados de garantías reales, los acreedores financieros, los bonistas, los acreedores de derecho público, los acreedores comerciales, los acreedores laborales, etc. Por último, los socios, en su caso, desearán que su posición no se vea en absoluto afectada, conservando así sus derechos políticos y económicos en una sociedad fuerte tras la reestructuración de la deuda.

Además de tener en cuenta ese cúmulo de intereses como generador de potenciales conflictos, el procedimiento de adopción de los planes de reestructuración exige que en cada categoría de partes afectadas se alcance una mayoría determinada respecto del importe de los créditos, pudiendo los Estados miembros prever, adicionalmente, una mayoría del número de partes afectadas dentro de cada clase (art. 9 de la Directiva). Obsérvese cómo el procedimiento de votación y aprobación del plan por mayoría, el cual puede adoptar la forma de un proceso de votación formal o de una consulta con acuerdo con la mayoría necesaria de las partes afectadas, constituye un caldo de cultivo para comportamientos oportunistas por parte de los distintos afectados por la reestructuración, en tanto cada uno tratará de que sus intereses prevalezcan so pena de votar en contra de la adopción del plan y la consecuente declaración de concurso en el corto/medio plazo.⁹

Pues bien, este escenario es el que la Directiva de Reestructuraciones tiene en cuenta a la hora de plantear la posibilidad del arrastre de acreedores, tanto horizontal como vertical, constituyendo su fundamento el hecho mismo de desactivar las estrategias y las actuaciones de ciertos acreedores para alcanzar una reestructuración forzosa que salve a la empresa que se encuentra en situación de dificultades financieras. El arrastre de acreedo-

⁹ Pulgar, *Preconcuralidad...*, 189.

res constituye en sí mismo un mecanismo de resolución de conflictos en tanto hace prevalecer el interés de la reestructuración sobre los intereses particulares de las partes implicadas, llevándose a cabo siempre sobre la base de las debidas garantías y cautelas para evitar causar sacrificios desproporcionados al deudor, los acreedores, los trabajadores y, en su caso, los socios.¹⁰

De esta forma, la Directiva contempla dos tipos de planes de reestructuración en los que cada modalidad de arrastre tendrá su propia virtualidad práctica. De un lado, en los planes de reestructuración denominados consensuales (art. 9 de la Directiva), será necesario para su adopción por las partes afectadas que, en cada categoría de acreedores, se alcance una mayoría concreta en el importe de sus créditos o intereses, mayoría que en ningún caso podrá ser superior al 75% del importe de los créditos o intereses en cada categoría o, cuando proceda, del número de partes afectadas en cada categoría. En este plan consensual, todas las clases son iguales y votan en las mismas condiciones, siendo precisa la adopción unánime del plan por las clases afectadas y por la mayoría exigida. En la consecución de dicha mayoría es donde podrá jugar un papel clave el arrastre horizontal siempre que cuente con el respaldo de la autoridad judicial o administrativa, toda vez que, si dentro de cada clase se logra una mayoría determinada, pero inferior a la necesaria para que el plan consensual se entienda aprobado, procederá el arrastre dentro de la clase de acreedores, computándose la misma como clase a favor del plan y confirmándose el mismo por parte de la autoridad judicial.¹¹ Piénsese, por ejemplo, que se requiere una mayoría del 75% del importe de los créditos dentro de cada categoría de acreedores para el beneplácito a un plan consensual y que, además, se contempla que si el 65% de los créditos votan a favor del plan, los acreedores disidentes o no firmantes del acuerdo se verán arrastrados, computándose consecuentemente dicha clase como a favor del plan. Como se analizará, este tipo de arrastre es el que actualmente existe en el Derecho Concursal español fruto de la influencia británica de los *schemes of arrangement*.

Por otro lado, en los supuestos en los que ni siquiera el arrastre horizontal permita la reestructuración sobre la base del plan consensual queda expedita la vía de la reestructuración forzosa, recogida en el art. 11 de la Di-

¹⁰ Sobre el arrastre en general en Derecho norteamericano véase Tabb, *Law...*, 1137 y ss.; Richard F. Broude, «Cramdown and Chapter 11 of the Bankruptcy Code: The Settlement Imperative», *The Business Lawyer*, vol. 39 (1984): 441-454; Kenneth N. Klee, «Cram Down II», *American Bankruptcy Law Journal*, vol. 64 (1990): 229-244.

¹¹ Reinhard Dammann, «Article 9. Adoption of restructuring plans», en *European Preventive Restructuring*, ed. por Christoph Paulus/Reinhard Dammann (Munich: Beck/Hart/Nomos, 2021), 149 y ss.

rectiva.¹² En este caso, existen una o varias categorías de clases disidentes, pudiendo confirmarse un plan de reestructuración por parte de la autoridad judicial siempre que haya sido aprobado por: (i) una mayoría de las categorías de voto de las partes afectadas, siempre que al menos una de esas categorías sea una categoría de acreedores garantizados o de rango superior a la categoría de los acreedores ordinarios no garantizados, o, de no ser así, (ii) al menos una de las categorías de voto de las partes afectadas o, cuando así lo disponga la normativa nacional, los perjudicados, que no sean una categoría de tenedores de participaciones o de cualquier otra categoría que, a raíz de la valoración del deudor como empresa en funcionamiento, no recibiría ningún pago ni conservaría ningún interés o, cuando así lo disponga la normativa nacional, de la que cabría razonablemente suponer que no recibe ningún pago ni conserva ningún interés, si se aplicase el orden normal de prelación de conformidad con la normativa nacional.

En este último supuesto, el arrastre vertical o *cross-class cram-down* acontecerá cuando exista al menos una categoría de acreedores *in the money* que haya aprobado el plan de reestructuración y se den otras cautelas que trataremos más adelante. Por ello, para evaluar la oportunidad y eficacia del arrastre, se ha de partir en todo caso del procedimiento de valoración de la empresa y del de la formación de las distintas clases afectadas, presuuestos que pasamos a analizar a continuación.

2. La valoración de la empresa

La valoración de la empresa constituye un asunto capital en todo el tema de la regulación europea de los marcos de reestructuración preventiva, toda vez que la misma es la que sostiene el propio concepto de reestructuración. Es decir, la reestructuración de la empresa que se encuentra en probabilidad de la insolvencia será posible y, por extensión, tendrá visos de prosperar cuando la misma tenga asignado un valor como empresa en funcionamiento superior al valor de liquidación, lo cual suele ocurrir en tanto existe la presunción de que la empresa sigue activa con una mínima perturbación, cuenta con la confianza de los acreedores financieros, accionistas y clientes, sigue generando ingresos y limita las repercusiones sobre los trabajadores.¹³ En este sentido, los acreedores afectados por la reestructuración, principalmente acreedores bancarios, financieros y bonistas, única-

¹² Michael Veder, «Article 11. Cross-class cram-down», en *European Preventive Restructuring*, ed. por Christoph Paulus/Reinhard Dammann (Munich: Beck/Hart/Nomos, 2021), 177 y ss.

¹³ Véase el Considerando 49 de la Directiva de Reestructuraciones.

mente se embarcarán en el procedimiento si creen que la empresa inviable desde el punto de vista financiero, pero viable desde la perspectiva operativa, tiene un valor suficiente como para generar un retorno en el futuro, pues solo así estarán dispuestos a asumir las medidas que toda reestructuración puede contemplar.

Además, la valoración de la empresa resulta igualmente clave en el instrumento del arrastre entre clases o vertical señalado anteriormente, pues de la valoración dependerá no solo el que una clase de acreedores quede dentro del dinero (*in the money*) y pueda proponer y aprobar planes de reestructuración, sino igualmente arrastrar a otras clases superiores o inferiores en el orden de prelación.¹⁴ Esto es, de la valoración que se haga de la empresa dependerá la determinación de las clases de acreedores que estén interesadas en la reestructuración por recibir, al menos, lo mismo que en un escenario de liquidación concursal. Si un acreedor recibe, como poco, aquello que le correspondería bajo la liquidación se encuentra dentro del dinero y, consecuentemente, tiene incentivos para negociar y participar en un marco de reestructuración preventiva.

Tradicionalmente, antes de la promulgación de la Directiva, el panorama reestructurador era absolutamente diferente por existir el llamado monopolio bilateral en la reestructuración, consistente en que, en función de la valoración de la empresa, tanto los acreedores como los socios podían vetar la propia reestructuración. Cuando el valor de la empresa fuese superior al valor de la deuda, eran los socios los que podían vetar una reestructuración que les privase de sus derechos, mientras que en el escenario contrario en el que la empresa valiese menos que la deuda eran los acreedores los que podían ejercer sus derechos de veto.¹⁵

Hoy en día, fruto de la inspiración norteamericana del *Chapter 11* del *Bankruptcy Code*, la Directiva no solo ha desmontado todo intento obstructionista de la reestructuración por parte de los socios o tenedores de participaciones, sino que ha convertido a la valoración de la empresa en el presupuesto para proceder a la reestructuración forzosa de un negocio mediante el arrastre entre clases.¹⁶ Así, toda clase que se encuentre *in*

¹⁴ Sobre la importancia de la valoración de la empresa para que se cumplan las cautelas del *cram-down*, véase Tabb, *Law...*, 1158-1160; Pulgar, *Preconcuralidad...*, 180 y ss.

¹⁵ They, «Directiva de reestructuraciones, capitalización de créditos y gobierno corporativo», 68-69; Pulgar, *Preconcuralidad...*, 194-195.

¹⁶ Jackson, *The logic...*, 211 y ss., pone de manifiesto que la valoración empresarial en los casos de la *Reorganization* del *Chapter 11* es muy importante porque la empresa se «vende» a los acreedores, los cuales no obtienen partes de la empresa, sino nuevos créditos en la misma empresa que se está reestructurando. Por ello, la valoración relativa de la empresa y de cada uno de los créditos deviene capital y resulta más difícil que la misma valoración en los casos de liquidación.

the money puede proponer y aprobar un plan de reestructuración que podrá extenderse al resto de clases disidentes hacia arriba (*cram-up*) o hacia abajo (*cram-down*), obligando coactivamente a las clases de acreedores si se cumplen los requisitos del art. 11 de la Directiva, principalmente el test de justicia o *fairness test* que se tratará *infra*. Desde este punto de vista, si los socios se encuentran dentro del dinero, por ser el valor de la empresa mayor que el de la deuda, podrán proponer un plan que arrastre hacia arriba a las clases de acreedores que se encuentren por encima de ellos siguiendo el orden de prelación que correspondería en el Derecho Concursal, donde los titulares del capital son acreedores subordinados.¹⁷ Por el contrario, cualquier clase de acreedores que se encuentre *in the money* según la valoración empresarial podrá barrer hacia arriba o hacia abajo a los acreedores cuyos órdenes de prelación sean superiores o inferiores a los suyos. Así, piénsese que una clase de acreedores no garantizados que obtendría algún tipo de retribución conforme a la valoración que se haga de la empresa aprueba un plan de reestructuración que finalmente se extiende hacia arriba, hacia los acreedores garantizados o hacia abajo, hacia los socios.¹⁸

Por último, la valoración empresarial también afectará al importante tema de la impugnación del plan de reestructuración aprobado, toda vez que si un acreedor demuestra que ha sufrido un perjuicio sobre la base de que no se ha respetado el interés superior de los acreedores o el test de justicia, podrán las autoridades judiciales ordenar que se practique otra valoración de la empresa.¹⁹ Como se tratará seguidamente, los límites al arrastre de acreedores parten de un valor de la empresa concreto, sobre el cual se estructuran las medidas de protección frente al arrastre, de tal suerte que si la valoración se ha ejecutado de forma errónea, cabrá la impugnación de la reestructuración al haber sufrido los acreedores disidentes un sacrificio desproporcionado consistente, por ejemplo, en la recepción de una cantidad inferior a la que habrían obtenido en una liquidación concursal o en contraposición a la percibida por una clase inferior en el orden de prelación.

En fin, tal y como se observa, la justicia y la eficiencia del sistema desbansa, por tanto, en la valoración empresarial pues es esta la que convierte a la reestructuración en un juego de suma cero desde el punto de vista económico en el que no negocia mejor quien tiene menos que perder, algo propio de los sistemas jurídicos europeos hasta antes de la Directiva, sino quien

¹⁷ Véase Abel B. Veiga, *La masa pasiva del concurso de acreedores* (Cizur Menor: Aranzadi, 2017), 1470 y ss.

¹⁸ Tabb, *Law...*, 1145 y ss.

¹⁹ Véase el Considerando 63 y el art. 14 de la Directiva de Reestructuraciones.

más seguro está del lugar que ocupa dentro de la pirámide jerárquica de clases ordenada conforme al criterio de la valoración de la empresa.²⁰

3. La formación de las clases de acreedores

El asunto de la formación de las clases entronca con la delimitación del pasivo afectado por la reestructuración en tanto para proceder a la configuración de dicho perímetro será necesario proceder a una correcta estratificación del pasivo afectado mediante la composición de las distintas categorías.²¹ Es decir, cuando se forman las clases de acreedores afectados se desechan igualmente los no afectados, los cuales quedan excluidos de participar en la reestructuración al no tener derecho de voto (art. 9.2 de la Directiva). La importancia, por tanto, de componer correctamente las clases de acreedores es obvia, pues es en el marco de dichas categorías donde la reestructuración tiene lugar, donde se vota la misma o donde se producen los efectos del arrastre horizontal o vertical.²²

En la propuesta original de la Directiva se contenía una definición de formación de clases en el art. 2 que rezaba: *«la agrupación de los acreedores y los socios afectados por un plan de reestructuración de tal manera que reflejen los derechos y el rango de los créditos y participaciones afectados, teniendo en cuenta los posibles derechos contractuales existentes, derechos reales o acuerdos entre acreedores, así como su tratamiento bajo el plan de reestructuración»*. No obstante, la versión definitiva eliminó este concepto porque alguno de los Estados miembros lo consideró excesivo al interferir con sus categorías concursales, estableciéndose en el Considerando 44 de la Directiva una definición más amplia que contempla que *«la clasificación en categorías significa el agrupamiento de partes afectadas con el propósito de adoptar un plan de modo tal que refleje sus derechos y la prelación de sus créditos e intereses»*.²³

Sea como fuere, lo cierto es que la formación de las clases reviste una importancia extraordinaria en tanto tal proceder determinará el perímetro de afectación de la reestructuración, por lo que no puede establecerse de forma

²⁰ Thery, «Directiva de reestructuraciones, capitalización de créditos y gobierno corporativo», 70.

²¹ Pulgar, *Preconcuralidad...*, 190 y ss.; Adrián Thery, «Los marcos de reestructuración en la Propuesta de Directiva de la Comisión Europea de 22 de noviembre de 2016 (I)», *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal*, n.º 27 (2017): 530 y ss.

²² Dammann, «Article 9. Adoption of restructuring plans», 156.

²³ Volberda, «Crises, Creditors and Cramdowns: An evaluation of the protection of minority creditors under the WHOA in light of Directive (EU) 2019/1023», 69.

arbitraria. Y es que para que unos derechos que son sustancialmente similares reciban el mismo trato y los planes de reestructuración puedan adoptarse sin perjudicar injustamente los derechos de las partes afectadas, estas deben ser tratadas en categorías separadas de acuerdo con los criterios para clasificar las diferentes categorías fijados por la normativa nacional. Así, habrán de seguirse unos criterios legales previamente establecidos en las legislaciones de cada uno de los Estados miembros pues ello afectará al arrastre de acreedores y al éxito de la reestructuración en general, tal y como hemos adelantado.

En este punto, la Directiva permite libertad a los Estados a la hora de regular la formación de las clases, si bien establece una serie de normas mínimas (art. 9.4 de la Directiva). En primer lugar, se habrá de velar porque las partes afectadas sean tratadas en categorías separadas que reflejen una comunidad de intereses suficiente basada en criterios comprobables con arreglo a la normativa nacional. Este requisito es fundamental, toda vez que se tiene que tratar de igual forma a aquellos acreedores que tengan derechos similares para que no exista un perjuicio bajo el plan de reestructuración. En el mismo sentido, la anterior conclusión conlleva igualmente que los acreedores con derechos diferentes sean colocados en categorías distintas pues no tiene razón de ser dispensar el mismo trato a quienes no son iguales. Es decir, carecería de toda lógica encasillar conjuntamente a acreedores heterogéneos como, por ejemplo, un acreedor dotado de garantía real con un acreedor subordinado o, incluso, un acreedor público con un socio del deudor. Las categorías de acreedores deben responder a criterios de clasificación racionales y, en todo caso, homogéneos para evitar daños innecesarios.

En segundo lugar, la Directiva también exige que, como mínimo, los acreedores garantizados y no garantizados sean tratados como categorías separadas a efectos de adoptar un plan de reestructuración. Esta norma, en puridad, no sería necesaria sobre la base de la regla anterior, en tanto los intereses de un acreedor garantizado y no garantizado son tangencialmente opuestos dada la fuerza y eficacia del derecho de garantía. Es más, dentro de los propios acreedores garantizados, tampoco tendría todo el sentido tratar de la misma manera al acreedor titular de una garantía real y al que ostenta una garantía personal por cuanto la protección dispensada por una y otra presentan un alcance distinto.²⁴ Por ello, la Directiva prevé en el Considerando 44 la posibilidad de que los Estados miembros exijan que se formen más de dos categorías de acreedores, en particular categorías di-

²⁴ Véase con carácter general Abel B. Veiga, *Función de la garantía real* (Madrid: Reus, 2021).

ferentes de acreedores con y sin garantía y categorías de acreedores subordinados. Es más, también podrán separarse en categorías diferenciadas los créditos garantizados sobre la base de la valoración de las garantías, pudiendo distinguirse así dentro de dichos créditos una parte garantizada y otra no garantizada.²⁵

Por último, se establece que los Estados miembros podrán disponer que los créditos de los trabajadores se traten como una categoría propia, así como que se contemplen en clases separadas aquellos acreedores que carezcan de comunidad de intereses suficiente, como las administraciones tributarias o de seguridad social, pudiendo igualmente regularse medidas adecuadas para garantizar que la clasificación en categorías se realiza de modo que tenga en cuenta la protección de los acreedores vulnerables, como los pequeños proveedores.

Obsérvese cómo la formación de las clases habrá de realizarse conforme a las legislaciones nacionales, separando en categorías diferentes a los acreedores con derechos heterogéneos y, particularmente, diferenciando a los acreedores garantizados de los no garantizados y subordinados. De lo antedicho, se pueden establecer como clases o categorías diferenciadas, por ejemplo, las siguientes: acreedores hipotecarios; acreedores pignoraticios; acreedores con garantía personal; acreedores públicos; acreedores laborales; acreedores subordinados; proveedores, etc. No obstante, cada ordenamiento nacional debe contemplar categorías de acreedores generales para que sea la casuística de cada reestructuración la que concrete cada clase adaptada a sus circunstancias particulares.

Lo importante en todo caso es que cada categoría de acreedores afectados refleje un mínimo común y sean titulares de derechos o intereses similares, pues solo así tendrá sentido aplicar el principio mayoritario dentro de cada clase para la aprobación de un plan de reestructuración. De no configurarse bien dichas clases, se obtendrían deficiencias en la aplicación del principio de mayoría porque las partes heterogéneas dentro de una misma clase partirían de expectativas diferentes en lo que a su tratamiento bajo el plan se refiere, pudiendo barrer injustamente, más allá del arrastre, a ciertos acreedores.²⁶ La aprobación de los planes de reestructuración ha de partir en todo caso de unas clases de acreedores heterogéneas entre sí, pero homogéneas dentro de cada una, que recojan los distintos intereses en juego y permitan el arrastre en las condiciones previstas en la Directiva.

²⁵ Dammann, «Article 9. Adoption of restructuring plans», 158-159. Sobre el valor de la garantía y la problemática del mismo en el concurso, Veiga, *La masa...*, 1330 y ss.

²⁶ They, «Directiva de reestructuraciones, capitalización de créditos y gobierno corporativo», 76-77.

En contraposición a todo el sistema, la Directiva de Reestructuraciones igualmente da margen a los Estados miembros para que los deudores que sean microempresas y pequeñas y medianas empresas (en adelante, las «pymes») tengan la opción de no tratar a las partes afectadas como categorías separadas. En esos casos, todos los acreedores entrarían en una única categoría de voto, debiendo obtenerse igualmente una mayoría en apoyo del plan para que la reestructuración pudiera llevarse a cabo. En caso de que se votase en contra del plan, el deudor debería poder presentar otro plan en consonancia con los principios generales de la Directiva.²⁷ La decisión que tome cada Estado miembro sobre este extremo será trascendental en tanto las pymes suponen el 99% de las empresas de la Unión Europea y, además, el concepto de pyme varía de un Estado a otro, siendo este un concepto que ha de entenderse con arreglo a cada normativa nacional (art. 2.2 de la Directiva). Por nuestra parte, consideramos que las reglas de formación de las clases de acreedores afectados deberían seguirse en todo caso, sea el deudor una pyme o no, por cuanto la categorización de los acreedores para la aplicación del principio de mayoría en las votaciones a los planes de reestructuración y del arrastre es beneficiosa en todo caso por muy sencilla o compleja que resulte la estructura de la empresa a refinanciar. No obstante, habrá de ser cada Estado el que adopte la decisión pertinente a este respecto.

En último término, pero relacionado también con el proceso de formación de categorías de acreedores, hemos de hacer referencia al tratamiento de los socios bajo la reestructuración. La Directiva parte del valor superior de la reestructuración y de la experiencia en la gran mayoría de los Estados miembros del poder de los socios a la hora de obstaculizar la consecución de ciertas medidas del plan de reestructuración. Por ello, bajo la terminología de «tenedores de participaciones», la regulación europea establece dos opciones posibles para dicho colectivo. De un lado, se considera a los socios como una clase de acreedores con derecho de voto y se someten a las mismas reglas de los planes consensuales y no consensuales, pudiendo lógicamente ser arrastrados o, de otro lado, se les excluye completamente del proceso de reestructuración y se les impide obstaculizar injustificadamente la adopción, confirmación o la ejecución de un plan de reestructuración (art. 12 de la Directiva).

La posibilidad de impedir la adopción de un plan de reestructuración forma parte del monopolio bilateral antes comentado en tanto los socios, como titulares del capital de la sociedad deudora, son los únicos con capa-

²⁷ Véase el Considerando 45 de la Directiva de Reestructuraciones. Volberda, «Crises, Creditors and Cramdowns: An evaluation of the protection of minority creditors under the WHOA in light of Directive (EU) 2019/1023», 67.

cidad jurídica para adoptar determinadas decisiones en sede de junta general bajo el Derecho de Sociedades.²⁸ Piénsese, por ejemplo, en la capitalización de créditos, la cual requiere de un acuerdo de junta general aprobando la ampliación de capital por compensación de créditos, así como la emisión de obligaciones o de instrumentos convertibles y la venta de un activo esencial como podría ser cierta unidad productiva. Bajo este prisma, y en el conocimiento de que el *holdout* accionarial era un hecho cierto en muchos países europeos, la Directiva decide desplazar la aplicación del Derecho de Sociedades por parte del Derecho Preconcursoal o de las Crisis Empresariales, estableciendo el mandado de garantizar que los titulares de participaciones no puedan impedir injustificadamente la adopción de un plan de reestructuración que permitiría que el deudor recuperase su viabilidad.²⁹ Es decir, para la Directiva los socios son meros acreedores residuales pues únicamente son vistos desde el punto de vista de los intereses estrictamente económicos y no como los titulares de los derechos de control de la sociedad.³⁰

Así las cosas, habrán de ser los Estados miembros los que elijan de entre las dos opciones ofrecidas por la Directiva. Si excluyen a los socios como clase participante, los mismos no participarán de forma alguna en la reestructuración, no tendrán voto y las medidas les serán impuestas, no teniendo capacidad alguna de obstaculización. Es más, como se analizará seguidamente, en caso de que los Estados opten por excluir a los socios de las votaciones no estarán obligados a aplicar la regla de prioridad absoluta en la relación entre los acreedores y tenedores de participaciones (Considerando 57 de la Directiva). No obstante, los socios no podrán quedar expropiados en todos los supuestos y, en los casos en los que la valoración de la empresa en funcionamiento sea superior al pasivo exigible, los socios recibirán el exceso pues los acreedores no pueden recibir bajo ninguna circunstancia más de lo que les corresponde. Además, será en este supuesto donde los Estados habrán de tomar las medidas necesarias para evitar que los so-

²⁸ Véase ampliamente Daniele Vattermoli, «La posizione dei soci nelle ristrutturazioni. Dal principio di neutralità organizzativa alla residual owner doctrine?» *Rivista delle società*, n.º 4 (2018): 858 y ss.

²⁹ En España ya se había emitido una norma para impedir la obstaculización a una capitalización de créditos y a una emisión de obligaciones o instrumentos convertibles por parte de los socios. Concretamente, se les podía hacer responsables en sede de calificación concursoal y que fueran condenados a abonar la parte de masa pasiva no satisfecha tras la liquidación de la masa activa (déficit concursoal), lo que suponía ya de por sí el desplazamiento del Derecho de Sociedades por parte del Derecho Concursoal. Véase Alessandro Nigro, «Il «diritto societario della crisi»: nuovi orizzonti?», *Rivista delle società*, n.º 5-6 (2018): 1207 y ss.

³⁰ Alberto Díaz, «Socios, planes de reestructuración y capitalización de créditos en la Directiva (EU) 2019/1023, sobre reestructuración e insolvencia», *Anuario de Derecho Concursoal*, n.º 49 (2020): 16-17; Pulgar, *Preconcursoalidad...*, 201 y ss.

cios, no pudiendo votar en la reestructuración, obstaculicen la aplicación de la misma, para lo que habrán de reformarse ciertas disposiciones de los ordenamientos societarios nacionales.³¹

Si consideran a los socios como una clase de acreedores, lógicamente habrán de prever normas para la formación de dicha clase o clases si es que deciden establecer algún tipo de distinción en sede de ese colectivo (por ejemplo, en caso de que existieran socios privilegiados en relación con la cuota de liquidación). La clase o clases de socios únicamente participarán en la reestructuración cuando se consideren parte afectada, no así en caso de que exclusivamente se decida reestructurar el pasivo y no el capital. En caso de que efectivamente sean parte afectada, podrán votar en un plan consensual, computándose su mayoría a efectos de la aprobación de la reestructuración y pudiendo extenderse sus efectos siempre que se supere la prueba del interés superior de los acreedores.³²

Por su parte, los socios también podrán ser parte en una reestructuración forzosa o ver extendidos los efectos de la reestructuración de forma coactiva siempre que se den los presupuestos del art. 11 de la Directiva. En estos casos, podrán incluso ser ellos una de las clases que arrastre a los demás acreedores (*cram-up*), pero no podrían ser la única que apruebe el plan tal y como se deriva de la propia norma. Si se procediese a dicho arrastre por encontrarse la categoría de socios *in the money*, ello implicaría que todas las clases superiores deberían recibir la totalidad de sus créditos en la reestructuración pues los socios cobrarían algo y en último lugar en tanto son la clase residual.³³

4. Los límites al arrastre de acreedores

El arrastre de acreedores constituye un mecanismo de resolución de conflictos que permite ponderar el interés de la reestructuración y ponerlo por encima de los intereses particulares de cada categoría de acreedores

³¹ Puede tomarse como ejemplo a este respecto, para el caso de la capitalización de créditos, el modelo alemán, el cual permite sustituir la voluntad de los socios reunidos en junta en orden a la adopción de un acuerdo de capitalización, de tal suerte que si no se alcanza la mayoría necesaria para la aprobación de la medida, el juez podrá sustituir la voluntad de los socios e imponer la capitalización dictando una resolución judicial a tal efecto (art. 245 Inso). El fundamento último de este sistema en Derecho alemán se sitúa en la existencia de un deber de lealtad de los socios entre sí y con la propia sociedad, especialmente cuando esta se encuentra en un contexto de dificultades económicas.

³² Díaz, «Socios, planes de reestructuración y capitalización de créditos en la Directiva (EU) 2019/1023, sobre reestructuración e insolvencia», 23-38; Pulgar, *Preconcurso*..., 205.

³³ Díaz, «Socios, planes de reestructuración y capitalización de créditos en la Directiva (EU) 2019/1023, sobre reestructuración e insolvencia», 42.

afectados siempre que se cumplan una serie de presupuestos. En efecto, el arrastre no puede suponer un instrumento de barrido absoluto de los derechos de crédito pues ello daría al traste con todo el sistema financiero al desincentivar la inversión a largo plazo en las empresas, razón por la que la Directiva lo somete a una serie de controles para evitar que los acreedores que efectivamente ven extendidos coactivamente los efectos de una reestructuración de la cual disienten no sufran un sacrificio desproporcionado que les permitiría impugnar toda la reestructuración.

Si bien los mecanismos de control son distintos en los casos de arrastre horizontal y vertical, existe uno común a ambos supuestos que es el de la valoración de la empresa.³⁴ Sin ánimo de repetirnos, únicamente recalcaremos que la valoración empresarial es clave para organizar la propia reestructuración y los diferentes arrastres, razón por la que una valoración determinada podría dar al traste con las intenciones reestructuradoras del deudor y abrir directamente la vía del Derecho Concursal. No obstante, más allá de este presupuesto previo, como indicamos, los controles para proceder a un tipo de arrastre u otro varían en función de la clase de arrastre que se tenga que realizar en tanto el vertical siempre tendrá un alcance mucho mayor que el horizontal respecto al número y categoría de los acreedores afectados. Esto es, por mucho que el efecto sea el mismo (extensión coactiva de los efectos de la reestructuración), sí se reputa diferente arrastrar a acreedores dentro de su categoría cuando existe cierta mayoría a favor de la reestructuración y arrastrar a clases completas de acreedores que han disentido firmemente, debiendo existir por ello salvaguardas para un tipo y otro.

4.1. Arrastre horizontal

En el caso del arrastre horizontal, los acreedores se verán arrastrados dentro de cada clase si se alcanzan determinadas mayorías establecidas en las normativas nacionales con la finalidad de que se alcance un plan de reestructuración consensual. Recuérdese que el art. 9.6 de la Directiva establece que un plan de reestructuración quedará adoptado por las partes afectadas a condición de que, en cada categoría, se alcance una mayoría en el importe de sus créditos o intereses, jugando el arrastre horizontal en el sentido de considerar a una determinada clase como a favor del plan cuando, no habiendo alcanzado la mayoría máxima, sí que se consigue otra menor que permita la extensión de efectos a las acreedores disidentes dentro de

³⁴ Jonathan M. Seymour/Steven L. Schwarcz, «Corporate Restructuring under Relative and Absolute Priority Default Rules: A Comparative Assessment», *University of Illinois Law Review*, vol. 2021 (2021): 21 y ss.

una clase (*intra-class cram-down*).³⁵ En estos casos, el arrastre exigirá además la previa confirmación por parte de la autoridad judicial o administrativa *ex art. 10.1.a*) de la Directiva, pues en caso contrario, aun computadas las mayorías, la extensión coactiva de efectos no tendrá lugar.

Además de las mayorías y de la confirmación judicial o administrativa, el art. 10.2 de la Directiva exige una serie de presupuestos para que tal confirmación pueda producirse y, con ella, la extensión de efectos a los disidentes: (i) el plan de reestructuración debe adoptarse de conformidad con el art. 9 de la Directiva (formación de clases y mayorías dentro de cada clase); (ii) los acreedores con una comunidad de intereses suficiente en la misma categoría deben ser tratados por igual y de manera proporcionada a su crédito; (iii) el plan de reestructuración tiene que notificarse de conformidad con la normativa nacional a todas las partes afectadas; (iv) cuando haya acreedores disidentes, el plan de reestructuración ha de superar la prueba del interés superior de los acreedores; y (v) en su caso, toda nueva financiación tiene que ser necesaria para cumplir el plan de reestructuración y no perjudicar injustamente los intereses de los acreedores.

De entre todos esos requisitos, el más importante a efectos del arrastre horizontal es el que determina que el plan de reestructuración supere la prueba del interés superior de los acreedores en caso de que existan disidentes.³⁶ Esta prueba, copia del «best interest of creditors test» del *Chapter 11* americano, se define en el art. 2.1.6 de la Directiva del siguiente modo: «una prueba que se supera si se demuestra que ningún acreedor disidente se vería perjudicado por un plan de reestructuración en comparación con la situación de dicho acreedor si se aplicase el orden normal de prelación en la liquidación según la normativa nacional, tanto en el caso de liquidación de la empresa, ya sea mediante liquidación por partes o venta de la empresa como empresa en funcionamiento, como en el caso de la mejor solución alternativa si no se hubiese confirmado el plan de reestructuración».³⁷

En esencia, la prueba del interés superior de los acreedores trata de proteger al acreedor disidente de una reestructuración en el sentido de garantizarle que no va a recibir menos que si se aplicase el orden de pagos bajo un escenario de liquidación concursal. Es decir, la superación de esa prueba

³⁵ Dammann, «Article 9. Adoption of restructuring plans», 164.

³⁶ Véase con carácter general, Axel Krohn, «Rethinking priority: The dawn of the relative priority rule and the new «best interests of creditors» test in the European Union», *International Insolvency Review*, vol. 30 (2021): 75 y ss.

³⁷ La definición de la Directiva procede del § 1129 (7) *Bankruptcy Code*. Véase Jackson, *The logic...*, 214-215; Pulgar, *Preconcursalidad...*, 196-197; Seymour/Schwarz, «Corporate Restructuring under Relative and Absolute Priority Default Rules: A Comparative Assessment», 42 y ss.; Pacchi, «Par Condicio e Relative Priority Rule. Molto da tempo è mutato nella disciplina della Crisi d'impresa», 3.

exige comparar la cuota que recibiría el acreedor disidente bajo la reestructuración y la hipotética en caso de liquidación, procediéndose al arrastre si la primera es mayor que la segunda. Lógicamente, si bien esta prueba debe realizarse exclusivamente para los acreedores disidentes, es claro que la misma ha de poder superarse para todos, pues en caso contrario la reestructuración no tendría lugar en tanto los acreedores analizarán de base que el valor de la empresa reestructurada sea mayor que el valor de liquidación de la empresa.³⁸

En estos casos, el legislador europeo asume y acepta que la extensión coactiva de efectos al acreedor disidente o no aceptante de una refinanciación constituye una suerte de sacrificio, una merma de los derechos que el ordenamiento le atribuye con carácter general y una quiebra del principio de relatividad de los contratos, pero está dispuesto a aceptarlo en aras de la continuidad de la actividad del deudor que permita evitar el procedimiento concursal con la única exigencia de que, a la vista de las circunstancias concurrentes, dicho sacrificio no sea desproporcionado para el acreedor disidente. Desde luego, será desproporcionado el sacrificio del acreedor disidente cuando no se respete este *best interest of creditors test*, esto es, cuando la cuota resultante del arrastre de los acreedores disidentes en una refinanciación sea inferior a la que se obtendría o se previera obtener tras la liquidación concursal de la sociedad.³⁹

Para el caso de los socios, dicha prueba también tiene que producirse en tanto constituye un mecanismo de protección para todos los disidentes, acreedores o socios. En este supuesto, lo que se tendrá que comparar será la cuota de reestructuración con la cuota de liquidación del socio como acreedor subordinado de último grado y completamente residual, pues si la legislación nacional opta por considerarlo clase afectada y darle voto debe ser oportunamente protegido.⁴⁰ En todo caso, la prueba del interés superior de los acreedores solo tendrá que realizarse en el supuesto de impugnación de

³⁸ Véase las consideraciones de Tabb, *Law...*, 1122: «*Chapter 11 is designed to maximize the value of a debtor's assets for the benefit of all interested constituencies. However, a cardinal principle of chapter 11 is that this primary goal may not be achieved at the expense of any entity with a direct financial interest in the debtor without their consent. Promoting the «greater good» of the group as a whole does not justify treating any stakeholder worse than they would be treated in a liquidation. Thus, if any holder of a claim or interest would receive more on its claim or interest in a chapter 7 liquidation than under the proposed chapter 11 plan, and does not vote in favor of the plan, that plan cannot be confirmed.*».

³⁹ Fernando Azofra, *La homologación judicial de acuerdos de refinanciación* (Madrid: Reus, 2017), 128-130; Pulgar, *Preconcursalidad...*, 197.

⁴⁰ Vattermoli, «La posizione dei soci nelle ristrutturazioni. Dal principio di neutralità organizzativa alla residual owner doctrine?», 884-885; Díaz, «Socios, planes de reestructuración y capitalización de créditos en la Directiva (EU) 2019/1023, sobre reestructuración e insolvencia», 36.

la reestructuración pues existe una presunción general de que la misma está superada debido a la propia dinámica de la reestructuración (art. 14.1.a) de la Directiva). En caso contrario, la prueba tendría que hacerse individualmente para cada acreedor disidente, lo que restaría eficacia al sistema.

4.2. Arrastre vertical

Con respecto al arrastre vertical, hemos de recordar que el mismo acontecerá con motivo de la reestructuración forzosa de la deuda, cuando así sea aprobado por una autoridad judicial o administrativa a propuesta o con el consentimiento del deudor y cuando se cumplan una serie de requisitos (art. 11 de la Directiva). En primer término, no habiéndose obtenido la mayoría en todas las clases de acreedores afectados, habrá de ser aprobado por: (i) una mayoría de las categorías de voto de las partes afectadas, siempre que al menos una de esas categorías sea una categoría de acreedores garantizados o de rango superior a la categoría de los acreedores ordinarios no garantizados; o, de no ser así, (ii) al menos una de las categorías de voto de las partes afectadas o, cuando así lo disponga la normativa nacional, los perjudicados, que no sean una categoría de tenedores de participaciones o de cualquier otra categoría que, a raíz de la valoración del deudor como empresa en funcionamiento, no recibiría ningún pago ni conservaría ningún interés o, cuando así lo disponga la normativa nacional, de la que cabría razonablemente suponer que no recibe ningún pago ni conserva ningún interés, si se aplicase el orden normal de prelación de conformidad con la normativa nacional.

En segundo lugar, habrá de cumplirse lo preceptuado en el art. 10, apartados 2 y 3 de la Directiva, conjunto de requisitos que son los mismos que para los planes consensuales y el arrastre horizontal ya comentados. En tercer lugar, y más importante, será necesario que se garantice que las categorías de voto disidentes de los acreedores afectados reciban un trato al menos igual de favorable que el de cualquier otra categoría del mismo rango y más favorable que el de cualquier categoría de rango inferior, así como que en el marco del plan de reestructuración ninguna categoría de las partes afectadas pueda recibir o mantener más del importe total de sus créditos o intereses. Este tercer presupuesto, que en rigor encierra dos, es lo que se denomina el test de justicia o *fairness test*, cuyos componentes son: la regla de la prioridad absoluta, el corolario a dicha regla y la prohibición de discriminación injusta entre clases con el mismo rango, que establece la necesidad de que las clases con un rango idéntico sean tratadas *pari-passu* en el plan de reestructuración.⁴¹ Analicemos cada uno de estos elementos.

⁴¹ Veder, «Article 11. Cross-class cram-down», 184-185.

La regla de la prioridad absoluta (*absolute priority rule*) es una norma que prevé que la distribución del valor de reestructuración entre las clases de acreedores, a falta de un acuerdo entre ellas, podrá acontecer siempre que se cumpla el hecho de que una clase disidente de acreedores debe ser íntegramente satisfecha antes de que una clase de menor rango pueda recibir cualquier pago o mantener cualquier participación en el capital bajo el plan de reestructuración.⁴² Es decir, tomado el orden de prelación de créditos propio del Derecho Concursal, se obtiene que una clase superior a la que apruebe el plan de reestructuración habrá de recibir siempre más y mejor que toda clase inferior a esta o, dicho de otro modo, ninguna categoría de acreedores afectados disconforme deberá verse perjudicada si una clase de rango inferior recibe algún valor bajo la reestructuración.⁴³ Por ejemplo, imagínese un escenario en el que existen tres clases afectadas: una clase de acreedores hipotecarios, otra de acreedores ordinarios y otra de tenedores de participaciones. Si la clase de acreedores ordinarios aprueba el plan, podrá extender el mismo hacia los acreedores hipotecarios (*cram-up*) y hacia los tenedores de participaciones (*cram-down*), siempre que los acreedores hipotecarios reciban un trato mejor que el que dispense el plan a los ordinarios y, por supuesto, a los socios. Ello implicará cobrar sus créditos antes y en mayor cantidad que las clases de acreedores con una prelación menor, aplicándose dicha regla en cascada, esto es, los acreedores hipotecarios obtendrán más y mejor satisfacción que los acreedores ordinarios y estos a su vez disfrutarán de mejores condiciones que los tenedores de participaciones.

Obsérvese cómo la regla de la prioridad absoluta supone un paso más respecto de la prueba del interés superior de los acreedores, toda vez que ya no se trata de que las clases disidentes reciban más que en un escenario de hipotética liquidación concursal, sino que, dándose por supuesto este supuesto, recibirán el valor de la empresa en funcionamiento (valor de la reestructuración) siguiéndose el mismo orden y reglas que rigen en liquidación concursal. Así, el valor de la reestructuración se distribuirá entre las clases

⁴² Tabb, *Law...*, 1153-1154: «*In very general terms, this means that a junior interest may not be retained unless claims of senior interests are fully satisfied*». Véase igualmente, Jackson, *The logic...*, 213-214 y Krohn, «Rethinking priority: The dawn of the relative priority rule and the new «best interests of creditors» test in the European Union», 80 y ss. Por su parte, véase Veder, «Article 11. Cross-class cram-down», 187-189.

⁴³ Díaz, «Socios, planes de reestructuración y capitalización de créditos en la Directiva (EU) 2019/1023, sobre reestructuración e insolvencia», 41; Pacchi, «Par Condicio e Relative Priority Rule. Molto da tempo è mutato nella disciplina della Crisi d'impresa», 1-2; Volberda, «Crises, Creditors and Cramdowns: An evaluation of the protection of minority creditors under the WHOA in light of Directive (EU) 2019/1023», 71.

Tabb, *Law...*, 1154-1155; Pulgar, *Preconcursalidad...*, 198-199.

afectadas disidentes en un escenario preconcursal como si se estuviera bajo el Derecho Concursal, toda vez que las clases superiores recibirán más cantidad y en mejores condiciones que las clases inferiores.⁴⁴

No obstante, el art. 11.2 de la Directiva permite a los Estados miembros excepcionar o, cuando menos, modular el alcance de la regla de prioridad absoluta cuando sea necesario para lograr los objetivos del plan de reestructuración y siempre que no se perjudiquen injustamente los derechos o intereses de cualquier parte afectada.⁴⁵ En este supuesto, los Estados miembros pueden valorar la introducción en sus ordenamientos nacionales de la regla de prioridad relativa (*relative priority rule*), la cual consiste en que las clases disidentes recibirán un trato al menos igual de favorable que la de cualquier otra categoría de rango inferior.⁴⁶ Es decir, al amparo de la regla de prioridad relativa, las clases inferiores o más *junior* podrán recibir pagos al mismo tiempo o en una cuantía similar que los que tomen las clases más *senior*, no siendo por ello necesario que estas hayan sido íntegramente satisfechas con anterioridad.⁴⁷ Bajo esta regla, el valor de la reestructuración podrá distribuirse entre más clases (socios incluidos), fomentándose así el apoyo de las categorías inferiores aun a pesar de cierto sacrificio de las clases disidentes superiores. Si retomamos el ejemplo anterior, la clase de acreedores ordinarios podrá cobrar parte de sus créditos aun cuando los acreedores hipotecarios no hayan percibido el 100% de sus derechos bajo la reestructuración. Además, los tenedores de participaciones podrán igualmente recolectar parte del valor de la reestructuración sin que los acreedores ordinarios se hayan visto satisfechos íntegramente.

⁴⁴ Vattermoli, «La posizione dei soci nelle ristrutturazioni. Dal principio di neutralità organizzativa alla residual owner doctrine?», 868-869; Thery, «Los marcos de reestructuración en la Propuesta de Directiva de la Comisión Europea de 22 de noviembre de 2016 (I)», 540 y ss.; Pulgar, *Preconcursalidad...*, 199.

⁴⁵ A este respecto, señala el Considerando 56 de la Directiva de Reestructuraciones: «Los Estados miembros deben poder prever excepciones a la regla de prelación absoluta, por ejemplo cuando se considere justo que los tenedores de participaciones mantengan determinados intereses en el plan a pesar de que una categoría de mayor prelación se vea obligada a aceptar una reducción de sus créditos o de que proveedores de suministros básicos cubiertos por la disposición relativa a la suspensión de ejecuciones singulares reciban su pago antes que categorías de acreedores de mayor prelación. Los Estados miembros deben poder escoger cuál de los mecanismos de protección anteriormente indicados ponen en práctica».

⁴⁶ Krohn, «Rethinking priority: The dawn of the relative priority rule and the new «best interests of creditors» test in the European Union», 80 y ss.; Seymour/Schwarz, «Corporate Restructuring under Relative and Absolute Priority Default Rules: A Comparative Assessment», 6 y ss.; Veder, «Article 11. Cross-class cram-down», 185-187.

⁴⁷ Véase las consideraciones sobre esta regla en el Derecho norteamericano en Tabb, *Law...*, 1155 y ss. Por su parte, Pulgar, *Preconcursalidad...*, 200-201.

Con respecto al segundo de los elementos del test de justicia, este consiste en el corolario a la regla de la prioridad absoluta/relativa, el cual enuncia que es preciso que en el marco del plan de reestructuración ninguna categoría de acreedores pueda recibir o mantener más del importe total de sus créditos o intereses. El corolario de la regla parece una obviedad, pero pretende evitar una aplicación estricta de dicha regla que conduciría a que la clase más *senior* se apropiase de todo el valor de la reestructuración sin que se distribuyese nada al resto de clases más *junior*. Desde el punto de vista de los socios, el corolario constituye un instrumento de tutela extraordinario pues supone un contrapeso a la regla de prioridad absoluta en el sentido de que les asegura que si el valor de reestructuración es superior al valor de la deuda, el exceso les será atribuido a ellos mismos en tanto los acreedores no participan del mayor valor de la empresa una vez han sido satisfechos sus derechos.⁴⁸

Por último, el tercer componente del test de justicia, presupuesto de protección de los acreedores en los casos del arrastre vertical o *cross-class cram-down*, es la prohibición de discriminación injusta entre clases con el mismo rango. Ello implica que, si bien dentro de cada clase debe existir igualdad, también debe regir esta entre las clases de rango idéntico pues no cabe tratar desigual e injustamente a los que son iguales, salvo lógicamente que lo hayan aprobado en el marco de un plan consensual. Este elemento, así enunciado, protege la equidad horizontal impidiendo diferencias de trato no justificadas.⁴⁹

Así, una vez analizados estos límites, podemos concluir que la Directiva pretende incentivar por encima de todo la reestructuración empresarial, salvando la empresa y evitando así la destrucción de valor que se consigue con la tramitación de un concurso. No obstante, la reestructuración forzosa no puede imponerse a cualquier precio, constituyendo la prueba del interés superior de los acreedores y el test de justicia los mayores defensores de los intereses de los acreedores, los cuales se encontrarán tensionados entre acceder a una reestructuración del deudor y la conservación del valor de su crédito. Adicionalmente, la valoración de la empresa y la formación de las clases serán claves en las futuras reestructuraciones, toda vez que de ellas dependerá la correcta aplicación de los mecanismos de arrastre y el éxito mismo de la operación. Este espíritu de la Directiva se ha trasladado igual-

⁴⁸ Díaz, «Socios, planes de reestructuración y capitalización de créditos en la Directiva (EU) 2019/1023, sobre reestructuración e insolvencia», 48.

⁴⁹ El origen de esta norma se encuentra en el § 1129 (b) *Bankruptcy Code*. A este respecto, Tabb, *Law...*, 1154 señala: «*The confirmation cram down standard is spelled out in § 1129 (b)(1): from the perspective of the dissenting class, the plan may be confirmed if it "does not discriminate unfairly, and is fair and equitable"*».

mente al Derecho español, donde la transposición está ya en sede de tramitación parlamentaria, extremo que analizamos seguidamente.

III. El arrastre de acreedores en el Derecho Preconcurso español

El Derecho Preconcurso español ha venido formándose desde el año 2009, en concreto, desde la publicación del Real Decreto-ley 3/2009, de 27 de marzo, y de ahí ha ido evolucionando hasta constituir, en nuestra opinión, uno de los ordenamientos jurídicos más eficientes y relevantes de la Unión Europea. En efecto, como ya hemos adelantado, el vigente Real Decreto Legislativo 1/2020, de 5 de mayo, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley Concursal (BOE de 7 de mayo de 2020) (en adelante, el «TRLC») ya contiene ciertas de las medidas que la Directiva de Reestructuraciones trata de implantar en los diferentes Estados miembros, lo que demuestra que nuestro ordenamiento preconcursal lleva años de adelanto y que la incidencia de la Directiva será menor que en otros países de nuestro entorno.

Desde esta perspectiva, el Derecho Preconcurso español contemplaba la homologación judicial de los acuerdos de refinanciación y ofrece la posibilidad del arrastre horizontal o *intra-class cram-down* si se cumplen determinadas mayorías dentro de cada clase. Así, los arts. 623 y 626 TRLC establecen determinadas mayorías en función de la clase de acreedores financieros afectada (acreedores garantizados o no garantizados) y de las medidas a extender coactivamente a los disidentes o no aceptantes. Es decir, una vez planteado un acuerdo de refinanciación, si este es homologado judicialmente por cumplir los requisitos del art. 606 TRLC (entre ellos, que al menos una mayoría del 51% del pasivo financiero lo apruebe), podrán extenderse coactivamente las medidas del acuerdo de refinanciación a los acreedores disidentes o no aceptantes si se dan ciertas mayorías en función de la categoría de acreedores financieros.⁵⁰ Así configurado, el arrastre bajo

⁵⁰ En este sentido, para los acreedores no dotados de garantías reales o por la parte del crédito que exceda el valor de la garantía real se precisará un 60% para extender las esperas por un plazo no superior a cinco años y la conversión de los créditos en créditos participativos durante el mismo plazo; o un 65% para las esperas por un plazo superior a cinco años (y no superior a diez), las quitas, la conversión de los créditos en acciones o participaciones de la sociedad deudora o de otra sociedad, la conversión en créditos participativos por periodo superior a cinco años y no superior a diez, en obligaciones convertibles, en créditos subordinados, en créditos con intereses capitalizables o en cualquier otro instrumento financiero con características, rango o vencimiento distintos de aquellos que tuvieran los créditos originarios, y la cesión de bienes o derechos a los acreedores en pago o para pago de la totalidad o parte de la deuda. Estas mayorías se elevan al 65% y al 80% para los acreedores dotados de garantías reales, siendo mayores dada la protección dispensada por el ordenamiento a los derechos de garantía. Véase Pulgar, *Preconcurso...*, 713-722.

el Derecho español comporta el incumplimiento del principio de relatividad de los contratos bajo el art. 1257 CC, si bien el mismo se ve compensado por las cautelas previstas en el ordenamiento, esto es, la propia homologación judicial, el hecho de que se tengan que conseguir determinadas mayorías de aceptación y que se trate de acreedores profesionales, así como la siempre posibilidad de impugnación de la refinanciación sobre la base del sacrificio desproporcionado.⁵¹

Llegados a este punto, se ha de decir que la transposición de la Directiva ha venido a reformar el régimen vigente y que actualmente se encuentra en tramitación parlamentaria el Proyecto de Ley, publicado en el mes de enero de 2022, que introduce alguna de las novedades de la regulación europea. Así, la reestructuración se permite en fase de probabilidad de la insolvencia, de insolvencia inminente o de insolvencia actual, sin hacer distinción alguna entre dichos presupuestos temporales. Lógicamente, el Proyecto de Ley parte de que la reestructuración es preferible en todo caso a la declaración del concurso, por eso se permite incluso cuando dicha declaración fuese obligatoria (insolvencia actual). Dicho esto, el estadio temporal típico en el que se habrá de proceder a la reestructuración será en fase de probabilidad de la insolvencia, la cual existirá cuando sea objetivamente previsible que, de no alcanzarse un plan de reestructuración, el deudor no podrá cumplir regularmente sus obligaciones a la fecha de sus vencimientos (art. 584 del Proyecto de Ley).⁵²

Por otro lado, y centrandó nuestra reflexión en el tema que nos ocupa, el arrastre de acreedores constituye un instrumento fundamental en la configuración de los nuevos marcos de reestructuración preventiva y, expresamente en el caso del Proyecto de Ley, influye decisivamente en algo, en apariencia tan nimio, como es la denominación del Libro II, toda vez que los antiguos acuerdos de refinanciación y extrajudiciales de pago desaparecen ante el surgimiento del «plan de reestructuración». Ya no hay más acuerdos, sino que hay planes en tanto el acuerdo no constituye un requisito para alcanzar la reestructuración al ser posible el arrastre entre clases y la imposición forzosa o coactiva del plan.⁵³ Además, la refinanciación deja paso al concepto más amplio de la reestructuración en tanto dejan de ser exclusivamente subsumibles en la misma los pasivos financieros para abrirse a todo tipo de pasivo (salvo los excluidos en virtud del art. 616.2 del Proyecto de Ley) y de activo.

⁵¹ Azofra, *La homologación...*, 39.

⁵² Garcimartín, «Sobre el nuevo régimen aplicable a los planes de reestructuración del Libro II del Anteproyecto (y las novedades en el Libro IV)», 52-53.

⁵³ Garcimartín, «Sobre el nuevo régimen aplicable a los planes de reestructuración del Libro II del Anteproyecto (y las novedades en el Libro IV)», 55.

Se regula igualmente el relevante tema de la formación de las clases (arts. 623 y ss. del Proyecto de Ley), estableciéndose la necesidad de que exista un interés común a los integrantes de cada clase fijado conforme a criterios objetivos, lo que se presume en el supuesto de créditos de igual rango determinado por el orden de pago en el concurso de acreedores. A su vez, los créditos de un mismo rango concursal podrán separarse en distintas clases cuando haya razones suficientes que lo justifiquen y los créditos con garantía real, en principio, serán tratados como una clase única, salvo que la heterogeneidad de los derechos o bienes gravados justifique su separación. Igualmente, el Proyecto de Ley opta por considerar a los socios como una clase de acreedores más, por lo que podrán interactuar en la reestructuración, pero sin poder obstaculizar la misma. Obsérvese a este respecto cómo se contempla lo previsto en la Directiva y se deja cierta libertad en la configuración de las clases, lo cual es lógico al depender fundamentalmente de las características de cada reestructuración concreta.

El plan consensual se alcanzará cuando sea aprobado por una mayoría superior a los dos tercios del importe del pasivo dentro de cada clase, pudiendo darse el arrastre horizontal y vertical solo cuando el plan de reestructuración sea homologado conforme a lo previsto en los arts. 635 y ss. del Proyecto de Ley. Así, la reestructuración forzosa o el *cross-class cram-down* será posible cuando el plan no haya sido aprobado por todas las clases afectadas, pero sí por: (i) una mayoría simple de las clases, siempre que al menos una de ellas sea una clase de créditos que en el concurso habrían sido calificados como créditos con privilegio especial o general o; (ii) al menos una clase que, de acuerdo con la clasificación de créditos prevista por esta ley, puede razonablemente presumirse que hubiese recibido algún pago tras una valoración de la deudora como empresa en funcionamiento. Además, será preciso que se cumpla con la regla de prioridad y su corolario pues, de no hacerse, los acreedores afectados podrán impugnar la reestructuración sobre la base del art. 655 del Proyecto de Ley.

Nótese cómo el Proyecto de Ley opta por implantar la regla de prioridad relativa en lugar de la absoluta para fomentar que las clases inferiores cobren una cantidad, aunque las clases superiores no se hayan visto satisfechas en su totalidad. Ello, no obstante, se complementa con una protección, necesaria en nuestra opinión, a los titulares de los créditos dotados de garantías reales. Así, prevé el art. 651 del Proyecto de Ley que los acreedores titulares de derechos de garantía real que hayan votado en contra del plan y pertenezcan a una clase en la que el voto favorable hubiera sido inferior al voto disidente, tendrán derecho a instar la realización de los bienes o derechos gravados en el plazo de un mes a contar desde la publicación del auto de homologación en el Registro público concursal, derecho que podrá ser sustituido por la opción de cobrar en efectivo la parte cubierta por el valor

de la garantía. Por nuestra parte, consideramos que esta regla es muy necesaria para salvaguardar la eficacia del sistema de garantías reales, toda vez que, si el acreedor garantizado pudiese ser arrastrado obligatoriamente en una reestructuración, ¿de qué le serviría negociar provisto de una garantía real? La posibilidad del *cross-class cram-down/cram-up* configurado de una forma absoluta podría dar al traste con la función de la garantía real bajo el ordenamiento jurídico español, razón por la que nueva norma prevista tutela un derecho que merece ser respetado so pena de una caída generalizada de la inversión en proyectos y de la concesión de créditos.

En conclusión, la transposición que realiza el Proyecto de Ley de la Directiva debe reputarse correcta, toda vez que contiene buena parte de las medidas para garantizar el éxito de la reestructuración, como es la posibilidad del arrastre vertical, así como la formación de las clases y las medidas de protección frente a los acreedores, además de un procedimiento especial para microempresas. Habrá de esperarse al resultado de la futura tramitación parlamentaria y al resultado final de un Proyecto de Ley que, pese a su carácter necesario, no surge en el momento temporal más oportuno dada la existencia de la legislación de emergencia causada por la COVID-19, lo que hace que el espíritu refundidor y la conveniencia de tener en un único texto todas las normas concursales y preconcursales se vea muy limitada.

Bibliografía

- Azofra, Fernando. *La homologación judicial de acuerdos de refinanciación*. Madrid: Reus, 2017.
- Broude, Richard F. «Cramdown and Chapter 11 of the Bankruptcy Code: The Settlement Imperative». *The Business Lawyer*, vol. 39 (1984): 441-454.
- Dammann, Reinhard. «Article 9. Adoption of restructuring plans». En *European Preventive Restructuring*, editado por Christoph Paulus/Reinhard Dammann, 146-166. Munich: Beck/Hart/Nomos, 2021.
- Díaz, Alberto. «Socios, planes de reestructuración y capitalización de créditos en la Directiva (EU) 2019/1023, sobre reestructuración e insolvencia». *Anuario de Derecho Concursal*, n.º 49 (2020): 7-64.
- Donaldson, Thomas / Preston, Lee E. «The Stakeholder Theory of the Corporation: Concepts, Evidence and Implications». *The Academy of Management Review*, vol. 20 (1995): 65-91.
- Easterbrook, Frank H./ Fischel, Daniel R. «The Corporate Contract». *Columbia Law Review*, vol. 89 (1989): 1416-1448.
- Garcimartín, Francisco. «Sobre el nuevo régimen aplicable a los planes de reestructuración del Libro II del Anteproyecto (y las novedades en el Libro IV)». *Revista General de Insolvencias & Reestructuraciones*, n.º 3 (2021): 47-84.
- Jackson, Thomas H. *The logic and limits of Bankruptcy Law*. Washington, D.C.: BeardBooks, 2001.

- Klee, Kenneth N. «Cram Down II». *American Bankruptcy Law Journal*, vol. 64 (1990): 229-244.
- Krohn, Axel. «Rethinking priority: The dawn of the relative priority rule and the new “best interests of creditors” test in the European Union». *International Insolvency Review*, vol. 30 (2021): 75-95.
- Nigro, Alessandro. «Il “diritto societario della crisi”: nuovi orizzonti?». *Rivista delle società*, n.º 5-6 (2018): 1207-1231.
- Pacchi, Stefania. «Par Condicio e Relative Priority Rule. Molto da tempo è mutato nella disciplina della Crisi d’impresa». *Ristrutturazioni Aziendali* (6 de enero de 2022): 1-28.
- Paulus, Christoph. «Introduction». En *European Preventive Restructuring*, editado por Christoph Paulus/Reinhard Dammann, 1-7. Munich: Beck/Hart/Nomos, 2021.
- Pulgar, Juana. *Preconcurso y reestructuración empresarial*. Madrid: Wolters Kluwer La Ley, 2021.
- Seymour, Jonathan M./Schwartz, Steven L. «Corporate Restructuring under Relative and Absolute Priority Default Rules: A Comparative Assessment». *University of Illinois Law Review*, vol. 2021 (2021): 1-54.
- Tabb, Charles Jordan. *Law of Bankruptcy*. St. Paul: West Pub., 2014.
- Thery, Adrián. «Directiva de reestructuraciones, capitalización de créditos y gobierno corporativo». *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal*, n.º 31 (2019): 55-96.
- «Los marcos de reestructuración en la Propuesta de Directiva de la Comisión Europea de 22 de noviembre de 2016 (I)». *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal*, n.º 27 (2017): 513-548.
- Vattermoli, Daniele. «La posizione dei soci nelle ristrutturazioni. Dal principio di neutralità organizzativa alla residual owner doctrine?». *Rivista delle società*, n.º 4 (2018): 858-890.
- Michael Veder. «Article 11. Cross-class cram-down». En *European Preventive Restructuring*, editado por Christoph Paulus/Reinhard Dammann, 176-189. Munich: Beck/Hart/Nomos, 2021.
- Veiga, Abel B. *Función de la garantía real*. Madrid: Reus, 2021.
- *La masa pasiva del concurso de acreedores*. Cizur Menor: Aranzadi, 2017.
- Volberda, Hidde. «Crises, Creditors and Cramdowns: An evaluation of the protection of minority creditors under the WHOA in light of Directive (EU) 2019/1023». *Utrecht Law Review*, vol. 17 (2021): 65-79.

Sobre el autor

Miguel Martínez Muñoz es Licenciado en Derecho y en Administración y Dirección de Empresas por la Universidad Pontificia Comillas. Máster en Investigación en Ciencias Jurídicas y Doctor en Derecho, con Mención Europea, desde el año 2017. Profesor de Derecho Mercantil en la Universidad Pontificia Comillas desde 2016, impartiendo distintas asignaturas.

naturas en grado y postgrado relacionadas con la disciplina en las Facultades de Derecho y de Ciencias Económicas y Empresariales, así como en la Escuela Técnica Superior de Ingeniería. Desde 2021 es el coordinador del Curso de Postgrado Especialista en Derecho Aeronáutico y Espacial y Jefe de Estudios de los dobles grados Derecho y Administración y Dirección de Empresas y Derecho y Análisis de Negocios. Desde 2018 coordina la Cátedra Uría Menéndez-ICADE de Regulación de los Mercados y es autor de diversas publicaciones (monografías, libros colectivos y artículos en revistas especializadas) en los campos del Derecho de Sociedades, Derecho Concursal y Derecho del Transporte.

About the author

Miguel Martínez Muñoz holds a degree in Law and in Business Administration and Management from Universidad Pontificia Comillas. Master in Research in Legal Sciences and Doctor in Law, with European Mention, since 2017. Professor of Commercial Law at Universidad Pontificia Comillas since 2016, teaching different undergraduate and postgraduate subjects related to the discipline in the Faculties of Law and Business, as well as in the School of Engineering. Since 2021 he is the coordinator of the Postgraduate Course Specialist in Air and Space Law and Head of Studies of the double degrees Law and Business Administration and Management and Law and Business Analytics. Since 2018 he coordinates the Uría Menéndez-ICADE Chair in Market Regulation and is the author of several publications (monographs, collective books and articles in specialized journals) in the fields of Corporate Law, Bankruptcy Law and Transport Law.

Derechos de autor

Los derechos de autor (para la distribución, comunicación pública, reproducción e inclusión en bases de datos de indexación y repositorios institucionales) de esta publicación (*Cuadernos Europeos de Deusto, CED*) pertenecen a la editorial Universidad de Deusto. El acceso al contenido digital de cualquier número de *Cuadernos Europeos de Deusto* es gratuito inmediatamente después de su publicación. Los trabajos podrán leerse, descargarse, copiar y difundir en cualquier medio sin fines comerciales y según lo previsto por la ley; sin la previa autorización de la Editorial (Universidad de Deusto) o el autor. Así mismo, los trabajos editados en CED pueden ser publicados con posterioridad en otros medios o revistas, siempre que el autor indique con claridad y en la primera nota a pie de página que el trabajo se publicó por primera vez en CED, con indicación del número, año, páginas y DOI (si procede). Cualquier otro uso de su contenido en cualquier medio o formato, ahora conocido o desarrollado en el futuro, requiere el permiso previo por escrito del titular de los derechos de autor.

Copyright

Copyright (for distribution, public communication, reproduction and inclusion in indexation databases and institutional repositories) of this publication (*Cuadernos Europeos de Deusto, CED*) belongs to the publisher University of Deusto. Access to the digital content of any Issue of *Cuadernos Europeos de Deusto* is free upon its publication. The content can be read, downloaded, copied, and distributed freely in any medium only for non-commercial purposes and in accordance with any applicable copyright legislation, without prior permission from the copyright holder (University of Deusto) or the author. Thus, the content of CED can be subsequently published in other media or journals, as long as the author clearly indicates in the first footnote that the work was published in CED for the first time, indicating the Issue number, year, pages, and DOI (if applicable). Any other use of its content in any medium or format, now known or developed in the future, requires prior written permission of the copyright holder.